

Juridiska institutionen
Examensarbete vårterminen 2016

Villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner

En analys av noterade aktiebolags möjligheter att ändra villkoren för
utgivna konvertibler och teckningsoptioner vid en "out of the money-
situation"

Anders Mauritz Eriksson

Handledare: Adj. professor Rolf Skog
Examinator: Professor Rolf Dotevall



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Förord	3
Förkortningar	4
1. Inledning	5
1.1 OUT OF THE MONEY - RÄTTSLIG KONTEXT	5
1.2 SYFTE OCH PROBLEMFORMULERING	6
1.2.1 Ämnets aktualitet	7
1.3 METOD OCH MATERIAL	8
1.3.1 Särskilt om självregleringen på aktiemarknaden	10
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	11
1.4.1 Konvertibler och teckningsoptioner i incitamentsprogram	13
1.4.2 Utgångspunkt	13
1.5 DISPOSITION	14
1.6 TERMINOLOGI	14
2. Om konvertibler och teckningsoptioner	16
2.1 OPTIONSTEORI	16
2.2 BAKGRUND	17
2.3 TECKNINGSOPTIONER	18
2.3.1 Betalning m.m.	19
2.4 KONVERTIBLER	20
2.4.1 Betalning m.m.	21
2.4.2 Olika konvertibler	22
2.5 BESLUTSFORM M.M.	22
2.6 FÖRETRÄDESRÄTT	23
2.6.1 Beslutsförslag inför emission.....	24
2.7 AKTIETECKNINGS- OCH KONVERTERINGSPROCESSEN	25
2.8 SKÄL ATT EMITTERA KONVERTIBLER ELLER TECKNINGSOPTIONER	25
2.8.1 Konvertibler	26
2.8.2 Teckningsoptioner	27
2.9 VÄRDET AV EN TECKNINGSOPTION ELLER KONVERTIBEL	27
2.9.1 Optionens premie	29
2.9.2 Realvärde och Tidsvärde.....	29
3. Villkorsändringar för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner.....	31
3.1 INLEDANDE KOMMENTAR	31
3.2 SKÄL FÖR ATT ÄNDRA VILLKOREN FÖR UTGIVNA KONVERTIBLER ELLER TECKNINGSOPTIONER	31
3.3 OMRÄKNINGSVILLKOR	33
4. Aktiebolagsrättsliga aspekter av villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner	35
4.1 BESLUTSFORM.....	35
4.1.1 Bolagsstämman.....	35
4.1.2 Verkställande Direktör.....	36
4.1.3 Styrelsen	36
4.2 ANALYS.....	37
4.2.1 Exklusiv bolagsstämmokompetens.....	37
4.3 ÖVRIGA ASPEKTER.....	40
4.3.1 Villkorsändringar i strid med generalklausulen	41

5. Obligationsrättsliga aspekter av villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner	43
5.1 ALLMÄNNA UTGÅNGSPUNKTER.....	43
5.2 AVTALSRÄTTSLIGA PRINCIPER	44
5.3 PARTERNAS AVTALSFÖRHÅLLANDE	44
5.4 ÄNDRADE FÖRHÅLLANDEN SOM GRUND FÖR ENSIDIG VILLKORSÄNDRING	45
5.4.1 <i>Generalklausulen - 36 § AvtL</i>	46
5.5 SAMMANFATTANDE ANALYS	48
6. God sed på aktiemarknaden	51
6.1 AKTIEMARKNADSNÄMNDEN EN DEL AV SJÄLVREGLERINGEN PÅ DEN SVENSKA AKTIEMARKNADEN.....	51
6.2 ÖVERBLICK - ÄNDRING AV VILLKOR FÖR UTGIVNA FINANSIELLA INSTRUMENT	52
6.3 AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN	53
6.3.1 <i>AMN 1988:06 – ”Orättvisa” konvertibelvillkor</i>	53
6.3.2 <i>AMN 1994:03 (Skandia – SCA) – Eventuell jämkning av teckningstid</i>	54
6.3.3 <i>AMN 2002:7 - Finansiella svårigheter</i>	55
6.3.4 <i>AMN 2005:15 - Avsaknad av omräkningsvillkor</i>	55
6.3.5 <i>AMN 2010:08 – Minskad skuldsättning genom villkorsändringar</i>	56
6.4 AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN - SÄRSKILDA OMSTÄNDIGHETER	56
6.4.1 <i>AMN 1996:1 – Bonusutdelning till aktieägarna</i>	57
6.4.2 <i>AMN 2006:46 och 2006:54 - Inlösen av aktier och utdelning av dotterbolag</i>	57
6.4.3 <i>AMN 2003:20 - Rekonstruktionen av bolag i finansiell kris</i>	57
6.4.4 <i>AMN 1992:7 – Villkorsändringar till följd av oro hos koncernens anställda</i>	58
6.4.5 <i>AMN 2000:21 - Ersätta utestående finansiella instrument med nya</i>	58
6.5 SAMMANFATTANDE ANALYS	59
6.5.1 <i>Motiv till nämndens synsätt</i>	59
6.5.2 <i>Närmare analys - Särskilda omständigheter</i>	60
6.5.3 <i>Beslutsform i förhållande till god sed</i>	62
6.5.4 <i>Ändring av villkor för finansiella instrument utgivna i riktade emissioner</i>	63
7. Prisjusteringsmekanism vid out of the money.....	65
7.1 INLEDANDE KOMMENTAR	65
7.2 ANALYS.....	65
7.2.1 <i>Förenlig med god sed på aktiemarknaden ?</i>	65
7.2.2 <i>Fördelar med prisjusteringsklausul</i>	66
7.2.3 <i>Nackdelar med prisjusteringsklausul</i>	66
7.2.4 <i>Sammanvägning</i>	67
8. Sammanfattande slutsatser	68
8.1 SAMMANFATTNING	68
8.2 SLUTSATSER	69
8.3 AVSLUTANDE KOMMENTAR	70
9. Käll- och litteraturförteckning.....	71
10. Bilaga 1 – Pressmeddelanden m.m.

Förord

Ändringar av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner kan vid en första anblick te sig som en högst teoretisk fråga, långt ut i den aktiemarknadsrättsliga periferin. Att döma av Aktiemarknadsnämndens uttalande, samt antalet börsbolag som i strid med god sed på aktiemarknaden genomfört, eller föreslagit att genomföra dylika ändringar under de senaste åren, förefaller det emellertid som att frågan i praktiken aktualiseras med jämna mellanrum. En uppfattning som delvis också har bekräftats av de verksamma jurister jag under skrivandets gång har kommit i kontakt med. Det är således min förhoppning att uppsatsen ska uppfattas både som aktuell och intressant.

Inledningsvis vill jag att rikta ett stort tack till de som på ett eller annat sätt bidragit till att uppsatsen kommit till. Tack till Advokatfirman Cederquist för en spännande och lärorik tid som uppsatspraktikant. Ett särskilt stort tack till Peter som öppnade upp sitt hem under två månader och möjliggjorde min vistelse i Stockholm. Ett stort tack ska även riktas till adj. professor Rolf Skog vars entusiasmerande föreläsningar under fördjupningskursen i Börsrätt har utgjort en av höjdpunkterna under tiden på juristprogrammet. Rolf förtjänar även ett tack för god vägledning och ovärderliga kontakter under skrivandets gång i rollen som handledare. Sist men inte minst ber jag även att få tacka Peter Bäärnhielm och Carl-Johan Pousette vilka har tagit sig tid att besvara mina frågor och bistått med värdefulla råd och påpekanden.

Avslutningsvis ska det erkännas att det inte är utan visst vemod jag även säger tack och hej då till JF-rummet (ingen nämnd, ingen glömd). Tack för fyra och ett halvt år av otaliga luncher, "kerai-kaffe" och ständig polemik. För att citera Håkan: *"För jag tror, När vi går genom tiden, Att allt det bästa Inte hänt än."* – ni är bäst.

Göteborg april 2016

Anders Mauritz Eriksson

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AmN	Aktiemarknadsnämnden
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
JT	Juridisk Tidskrift vid Stockholms Universitet
MTF	Multilateral Trading Facility eller Multilateral handelsplattform
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
Prop.	Proposition
SvJT	Svensk Juristtidning
SvSkt	Svensk skattetidning

1. Inledning

1.1 Out of the money - rättslig kontext

Under året 2015 gjorde Aktiemarknadsnämnden två uttalanden på eget initiativ för att ytterligare förtydliga synpunkter från god sed på aktiemarknaden. Ett av dessa initiativuttalanden¹ utgjorde en reaktion på ett som nämnden uppfattat *"tilltagande intresse för att ändra villkor i redan utgivna finansiella instrument, framförallt teckningsoptioner och konvertibler"*.²

Konvertibler och teckningsoptioner utgör en typ av finansiella instrument som emitteras frekvent av svenska börsbolag. Konvertibler kan enkelt förklaras som ett instrumentet, som ger innehavaren en rätt mot bolaget som har gett ut dem att byta ut konvertiblerna mot aktier. Teckningsoptioner kan på motsvarande vis förklaras som ett instrumentet, som ger innehavaren en rätt teckna aktier i bolaget som har gett ut dem, mot betalning. Såväl konvertiblerna som teckningsoptionerna bygger till sin konstruktion på att det emitterande bolagets börskurs ska vara högre vid löptidens slut, än den konverterings- eller teckningskurs som uppställts i instrumentets villkor.³ Förvärvaren av nämnda finansiella instrument spekulerar med andra ord i en värdestegring på det emitterande bolagets aktiekurs, vilket innebär att såväl konvertibler som teckningsoptioner typiskt sett utgör en mer eller mindre riskfylld form av investering. I de fall bolagets aktiekurs sjunker under det pris som angivits i villkoren för konvertibeln eller teckningsoptionen, har spekuleringen gått fel. Konvertiblerna alternativt teckningsoptionerna är då inte längre attraktiva att utnyttja. En situation som brukar benämnas "out of the money".

Det förefaller emellertid typiskt sett finnas ett intresse hos såväl innehavaren som det emitterande bolaget för att utgivna finansiella instrument ska kunna utnyttjas. Mot denna bakgrund framstår det stundom vid out of the money-situationer som en både enkel och praktisk lösning för parterna att ändra det finansiella instrumentets villkoren, för att återigen göra konvertiblerna eller teckningsoptionerna attraktiva. Huruvida villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner på detta sätt kan ändras på framgår inte i aktiebolagslagen. Det saknas domstolspraxis på området och ämnet har ytterst sparsamt behandlats i den juridiska doktrinen. Detta till trots tycks frågan vara av potentiell vikt för såväl det emitterande bolaget som för innehavarna av instrumenten, men även för övriga aktörer på aktiemarknaden.

¹ AMN 2015:26.

² Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse för 2015, s. 5.

³ Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 64.

Organet för självreglering på den svenska aktiemarknaden – Aktiemarknadsnämnden – har under årens lopp vid flera tillfällen uttalat sig om huruvida villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner kan ändras. Nämnden har intagit ståndpunkten att det finns många skäl att vara återhållsam när det gäller denna typ av ändringar. Trots detta, har det under de senaste åren, inte varit ovanligt att börsbolag både föreslagit och genomfört ändringar av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner.⁴ Mot denna bakgrund är det därför av intresse att närmare undersöka vilka möjligheter det egentligen finns att genomföra villkorsändringar för utestående finansiella instrument.

1.2 Syfte och problemformulering

Det övergripande syftet med förevarande uppsats är att sammanställa, utreda och analysera möjligheterna ett börsbolag har att ändra villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner till följd av att instrumentet befinner sig out of the money. Som ett led i detta kommer den civilrättsliga lagstiftning och rättstillämpning som generellt aktualiseras i samband med villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner, att analyseras och bitvis även problematiseras. Tidigt under arbetet med uppsatsen väcktes arbetshypotesen att det i framtida emissioner, av konvertibler eller teckningsoptioner, kunde vara möjligt att undvika problematiken vid out of the money, genom att i emissionsvillkoren avtala om en förutbestämd rätt att vidta prisjusteringar i dessa situationer. Ett annat syfte med uppsatsen är således att undersöka huruvida en sådan prisjusteringsmekanism är möjlig att uppställa vid framtida emissioner av konvertibler och teckningsoptioner.

Syftet med uppsatsen avspeglas och preciseras genom följande frågeställningar:

- (i) Vilket bolagsorgan har kompetens att fatta beslutet om ändring av villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner ?
- (ii) Är det obligationsrättsligt möjligt att ändra villkoren för utgivna teckningsoptioner och konvertibler?
- (iii) Vad utgör god sed på aktiemarknaden i samband med villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner?
- (iv) Är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att uppställa en prisjusteringsmekanism i emissionsvillkoren som medför en rätt att ändra konverterings- alternativt teckningskurs i de fall konvertibler respektive teckningsoptioner blir out of the money?

⁴ Jfr med bifogade pressmeddelande.

1.2.1 Ämnets aktualitet

Att fallande börskurser innebär en ökad risk för konvertibler och teckningsoptioner att bli out of the money, ligger i sakens natur. Det är därför knappast förvånande att erfarenhet från de turbulenta marknadsförhållandena som rådde under början av 2000-talet, visar att fallande börskurser även leder till ett ökat intresse hos marknadsaktörer att ändra villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner.⁵ Med tanke på att den svenska aktiemarknad i skrivande stund befinner sig på historiskt sett relativt höga värderingsnivåer, kan det därför te sig som att uppsatsens ämnesval för stunden inte torde vara särskilt aktuellt. Mot en sådan uppfattning kan emellertid följande anföras.

Av Aktiemarknadsnämnden verksamhetsberättelse för 2015 framgår att nämnden under sommaren mottagit ett antal frågor, från framförallt finansiella rådgivare till mindre bolag, om möjligheterna att ändra tecknings- respektive konverteringskurs eller något annat villkor för utestående finansiella instrument. Som en reaktion på de många frågorna och mot bakgrund av ett flertal händelser på aktiemarknaden, ansåg sig Aktiemarknadsnämnden under hösten 2015 manade att ex officio påminna marknadsaktörer att det inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden att genomföra villkorsändringar för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner.⁶ Vidare visar en sammanställning av pressmeddelanden från svenska börsbolag under de senaste tre åren att ett flertal börsbolag under denna tid, har föreslagit villkorsändringar för utestående teckningsoptioner eller konvertibler. Flera av dessa bolag har också genomfört föreslagna villkorsändringar i strid med god sed på aktiemarknaden. Det ska även noteras att den svenska aktiemarknaden, trots en historiskt sett relativt hög värdering, det senaste året har upplevt en tydlig nedgång från toppnoteringarna under våren 2015.⁷ Det får mot denna bakgrund därför anses att ämnesvalet är både relevant och aktuellt. I de fall en kraftigare börsnedgången står för dörren, ligger det i farans riktning att antalet börsbolag som önskar genomföra ändringar av villkoren för finansiella instrument kommer att öka. Frågan om vilka rättsliga möjligheter det finns att genomföra villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner, kan inom en okänd framtid därför komma att bli en synnerligen aktuell fråga. Det förefaller således både angeläget och motiverat att sammanställa, utreda och analysera frågan vidare.

⁵ Jfr Rutberg & Edhall, Ändring av villkor i redan utgivna optionsprogram, SvSkt 2/2003 s. 157.

⁶ Se AMN 2015:26.

⁷ Stockholmsbörsens OMXS-30 index står i skrivande stund, mars 2016, runt 1350 punkter jämfört med toppnoteringen på 1720 punkter under mars 2015.

1.3 Metod och material

Mot bakgrund av att uppsatsens övergripande syfte är att sammanställa, utreda samt analysera gällande lagstiftning och rättstillämpning, är den författad utifrån vad som kan beskrivas som en rättsanalytisk metod.⁸ Frågeställningarna har besvarats och analyseras utifrån gällande rätt *de lege lata*, snarare än utifrån hur gällande rätt borde se ut *de lege feranda*. Det ska i detta avseende dock påpekas att juridiska metodbegrepp är tämligen omdiskuterade och någon entydig definition av nu nämnda begrepp förefaller saknas.⁹ En närmare förklaring av hur metoden har tillämpats, är därför nödvändig för att ge en mer konkret bild av tillämpningen. Inom ramen för uppsatsens obligationsrättsliga och aktiebolagsrättsliga delar (avsnitt 2, 3, 4 och 5) har metoden inneburit att relevant information har inhämtats genom studier av primära rättskällor så som lagtext, men även sekundära rättskällor så som förarbeten, praxis och doktrin. Utifrån detta har en traditionell juridisk metod tillämpas för att tolka, systematisera och analysera vad som utgör gällande rätt.¹⁰ I detta avseende har materialets ordalydelse och syfte legat till grund för både tolkning och analys.

I de delar av uppsatsen som behandlar god sed på aktiemarknaden (avsnitt 6 och 7) har metoden justerats. Detta eftersom merparten av den för uppsatsen relevanta rättstillämpningen på värdepappersmarknaden inte sker genom traditionell lagstiftning eller rättspraxis, utan genom självreglering, s.k. "soft law". Att utreda och analysera "gällande rätt" är i dessa delar således inte relevant. Med utgångspunkt i vad som utgör god sed på aktiemarknaden har information i dessa ämnen närmast uteslutande hämtats ur Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Det metodologiska tillvägagångssättet har dock utgått från en traditionell juridisk metod vari god sed på aktiemarknaden har kartlagts, tolkats och analyserats. Vidare har även telefonintervjuer med advokaterna Peter Bäärnhielm och Carl-Johan Pousette genomförts.¹¹ Båda har lång erfarenhet av såväl den svenska kapital- och aktiemarknaden som av konvertibel- och teckningsoptionsemissioner. Syftet med intervjuerna har framförallt varit att diskutera frågor kring uppsatsens fjärde frågeställning, "är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att uppställa en prisjusteringsmekanism i emissionsvillkoren som medför en rätt att ändra konverteringsalternativt teckningskurs i de fall konvertibler respektive teckningsoptioner blir out of the money?". Eftersom det har saknats annat material i detta avseende bygger avsnitt 7 helt på egna analyser samt telefonintervjuerna med Peter Bäärnhielm och Carl-Johan Pousette.

⁸ Jfr begreppet "rättsanalytisk metod" med Sandgren, Rättsvetenskap för uppsatsförfattare, 2015, s. 45 f.

⁹ Se Korling & Zamboni Juridisk metodlära, 2014, s. 17-18.

¹⁰ Jfr definition av begreppet "juridisk metod" med Sandgren, Rättsvetenskap för uppsatsförfattare, 2015, s. 37 f.

¹¹ Advokat Carl-Johan Pousette är ledamot av Aktiemarknadsnämnden och delägare på Advokatfirman Hammarskiöld, verksam inom aktie- och kapitalmarknad. Advokat Peter Bäärnhielm är ledamot av Aktiemarknadsnämnden och tidigare delägare på Advokatfirman Vinge, men arbetar numera på Danske Bank.

Att finna relevant material och information har bitvis upplevts som en utmaning, varför det material som har använts kräver en kort kommentar. Uppsatsen bygger till stora delar på Aktiemarknadsnämndens uttalanden avseende villkorsändringar för finansiella instrument. Vad gäller urvalet har samtliga offentliga uttalanden från Aktiemarknadsnämnden avseende villkorsändringar för utgivna finansiella instrument behandlats (jfr avsnitt 1.4.1). I fråga om god sed på aktiemarknaden i övrigt och Aktiemarknadsnämndens rättssystematiska roll, kan samlingsverket "Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi" lyftas fram. Förutom AmN:s uttalanden är advokaterna Rutberg:s och Edhall:s artikel "Ändring av villkor i redan utgivna optionsprogram" i SvSkt 2/2003, enda doktrin som närmare har behandlat civilrättsliga frågor avseende villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner. Det har därför varit naturligt att hämta inspiration härifrån. Artikelns betydelse får dock anses begränsad då den är 13 år gammal och även om delar behandlar civilrättsliga aspekter tar den främst sikte på skattemässiga effekter. På vissa ställen görs även hänvisningar till Bolagsverkets riktlinjer i fråga om villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner. Riktlinjer från myndigheter tillmäts vanligtvis inget större, om ens något, normhierarkiskt värde. De motiveras dock här i denna framställning eftersom de utgör stöd åt en rättslig argumentation i en i övrigt sparsamt behandlad fråga.

I fråga om den rättsliga regleringen av konvertibler och teckningsoptioner har förutom lagtext Sandströms respektive Skogs läroböcker inom aktiebolagsrätt, jämte propositionen till aktiebolagslagen tjänat som främsta utgångspunkt. Vad gäller avsnitten om värdering av konvertibler och teckningsoptioner har de internationella läroböckerna inom corporate finance av b.la. Berk och DeMarzo samt Brealey, Myers och Marcus tillsammans med Hansson "Aktier optioner Obligationer en introduktion" samt Borg "Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättslig studie", varit av betydelse för att förstå de ekonomiska teorier som värderingen bygger på. För uppsatsens obligationsrättsliga avsnitt har framförallt Ramberg och Rambergs lärobok "Allmän avtalsrätt", Dotevalls artikel "Ekvivalensprincipen och jämkning av långvariga avtal" i SvJT tillsammans med Grönfors och Dotevalls "Kommentar till avtalslagen" tjänat som centrala utgångspunkter.

Vidare har ett schematiskt försök att undersöka omfattningen av villkorsändringar gjorts, genom att sammanställa pressmeddelanden från börsbolag. Genom det webbaserade mediasökningsverktyget ,Retriever,¹² har sökningar bland svenska börsbolags pressmeddelanden från de senaste tre åren gjorts. Sökningen visar att under denna period har åtminstone åtta börsbolag, i pressmeddelanden angett föreslagna ändringar av villkoren för utgivna konvertibler

¹² www.retriever-info.com

eller teckningsoptioner. Dessa bolag är: *Bayn Europé, Bong, Catella, C-rad, Deflamo, , Kopparberg Minerals, Starbreeze och Transerator* (se bilaga 1 pressmeddelanden).

1.3.1 Särskilt om självregleringen på aktiemarknaden

Eftersom en stor del av uppsatsen bygger på Aktiemarknadsnämndens uttalanden, ska något nämnas om dess normhierarkiska status och om företeelsen *självreglering* på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden är inte en myndighet, utan består av företrädare för det svenska näringslivet och utgör en del av det privaträttsliga organet Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Föreningens ändamål är att iakttä och främja utveckling av god sed på värdepappersmarknaden.¹³ Aktiemarknadsnämnden utgör en del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden och har till uppgift att genom uttalanden, rådgivning och informationsgivning verka för god sed på aktiemarknaden. Rättssystematiskt kategoriseras företeelsen *självreglering*, traditionellt under begreppet "*soft law*".¹⁴ Aktiemarknadsnämndens uttalanden kan således normhierarkiskt inte jämföras med varken domstolspraxis eller myndighetsföreskrifter.¹⁵ I den allmänna debatten har det därför stundom framförts kritik med innebörden att självregleringen på den svenska aktiemarknaden är tandlös.¹⁶ Frågan om Aktiemarknadsnämndens uttalanden är rättsligt bindande för parterna torde också besvaras nekande. Likväl är efterlevnaden av Aktiemarknadsnämndens uttalanden mycket god. En del av förklaringen till att så är fallet, ligger i att Nasdaq Stockholm:s regelverk för emittenter, uppställer krav på att samtliga noterade aktiebolag ska följa god sed på aktiemarknaden. Innebörden är en avtalsrättslig bundenhet för noterade bolag att följa god sed, förenat med en möjlighet för börsens disciplinnämnd att vidta sanktioner.¹⁷

Förutom nu nämnda avtalsrättsliga bundenhet av att följa god sed, brukar en del av förklaringen till att nämndens uttalanden efterlevs i så hög grad tillskrivas begreppet "*cold shoulder*". Begreppet syftar på att de aktörer på aktiemarknaden som är måna om att framstå som seriösa exempelvis bankirer, advokater, revisorer, företagsledare, finansiella rådgivare m.fl., inte önskar ha någon befattning med de som agerar i strid med nämndens uttalanden.¹⁸ Resultatet är att rådgivarna typiskt sett är mycket angelägna om att följa god sed på aktiemarknaden. Detta avspeglas i kontakter och råd till klienter, vilket i hög grad bidrar till att nämndens uttalanden

¹³ Föreningens huvudmän är: Aktiemarknadsbolagens förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, OMX Nordic Exchange Stockholm, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenskt Näringsliv och Svensk Försäkring.

¹⁴ För en vidare rättssystematisk diskurs kring Aktiemarknadsnämnden hänvisas till Beyer, Aktiemarknadsnämnden - en del av regleringen på aktiemarknaden, 2011, s. 22 ff.

¹⁵ Notera dock att finansinspektionen har delegerat, till Aktiemarknadsnämnden, sådana arbetsuppgifter som avses i 7 kap. 10 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknad.

¹⁶ Boman, Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?, 2011, s. 59 f.

¹⁷ Se Nasdaq Stockholm – Regelverk för emittenter punkt 5. Aktier och punkt 4 Räntebärande Instrument.

¹⁸ Boman, Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?, 2011, s. 62.

efterlevs.¹⁹ Ytterligare en orsak till att god sed efterlevs är att det innebär dålig publicitet att bli kritiserad av Aktiemarknadsnämnden.²⁰ Uttalanden från Aktiemarknadsnämndens offentliggörs och eventuell kritik når både media och allmänheten. Sammanfattningsvis kan konstateras att oavsett bakomliggande skäl, följer i största möjliga mån aktörerna på den svenska aktiemarknaden Aktiemarknadsnämndens uttalanden. En effekt av detta är att traditionell domstolspraxis avseende aktiemarknadsrättsliga frågor, i princip är obefintlig. Mot bakgrund av nu sagda förefaller det därför främmande från rättssystematiskt eller normhierarkiskt perspektiv, att ifrågasätta vilket prejudikatvärde Aktiemarknadsnämndens uttalanden bör tillmätas eller huruvida god sed på aktiemarknaden kan anses utgöra en rättskälla. För den fortsatta framställningen konstateras endast att Aktiemarknadsnämndens uttalanden i praktiken tillmäts stor betydelse av aktörerna på aktiemarknaden och närmast behandlas som traditionell domstolspraxis. Ett motsvarande förhållningssätt kommer därför att anläggas även i förevarande uppsats.

Det ska emellertid avslutningsvis poängteras att det inte är Aktiemarknadsnämndens uppgift att vare sig tolka eller uttala sig om svensk lag. Nämnden försöker följaktligen undvika att uttala sig i frågor som rör sådan värdering eller lagtolkning. Detta till trots ställs nämnden stundom inför viss avgränsningsproblematik, i och med att ett agerande under nämndens prövning många gånger aktualiserar frågor rörande såväl förenligheten med aktiebolagslagen som synpunkter från god sed på aktiemarknaden.²¹ I ljuset av nu sagda kan nämndens uttalanden och tolkning av god sed på aktiemarknaden, från ett rättssystematiskt perspektiv, sägas ske "ovanpå" de i aktiebolagslagen obligatoriska reglerna.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar endast konvertibler och teckningsoptioner utgivna av aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en svensk reglerad marknad eller handelsplattform (MTF). Således kommer inte några andra former av optioner eller finansiella instrument att behandlas. På motsvarande sätt som ett publikt aktiebolags aktier kan noteras, kan också konvertibler eller teckningsoptioner tas upp till handel på en reglerad marknad eller MTF. I uppsatsen görs i detta avseende ingen åtskillnad, utan den omfattar såväl noterade som icke noterade konvertibler och teckningsoptioner. Uppsatsen behandlar endast publicerade uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. Motiveringen till denna avgränsning är att den information, om icke offentliggjorda uttalanden som via exempelvis AmN:s verksamhetsberättelse eller andra

¹⁹ Muck, Aktiemarknadsnämnden 25 år, 2011, s. 12.

²⁰ Se Aktiemarknadsnämndens stadgar 26 §. Aktiemarknadsnämnden får inte offentliggöra uttalanden avseende en planerad åtgärd förrän åtgärden vidtagits, offentliggjorts eller på annat sätt blivit allmänt känd.

²¹ För vidare läsning om Aktiemarknadsnämnden och dess roll på den svenska aktiemarknaden se Bexhed, Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden, 2013, s. 62 ff samt Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, 2013, s. 215f.

publicerade uttalanden kan fås är inte tillräckligt för att ligga till grund för en närmare och rättvis analys.

Att vidta ändringar av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner väcker vidare ett antal skatterättsliga frågeställningar.²² Dessa frågor är visserligen intressanta från ett rättsligt perspektiv och torde även vara av stor vikt för såväl emittenten som innehavarna för att till fullo kunna bedöma effekterna av att genomföra ovan nämnda typ av villkorsändringar. Mot bakgrund av uppsatsens övergripande syfte och diskurs ryms inte skatterättsliga aspekter inom dess ramar.

Det ska redan här förtydligas att avsnitt 2.9 "värdet av konvertibler eller teckningsoptioner" inte gör anspråk på att uttömmande redogöra för hur värdering av konvertibler respektive teckningsoptioner sker. En sådan redogörelse kräver betydande kunskaper inom ämnet, vilket jag saknar och det ryms inte heller inom framställningens syfte. Redogörelsen tjänar såldes endast till att ge en schematisk översikt i syfte att ge läsare en ökad förståelse för den juridiska problematiken.

Den s.k. förutsättningslärans eventuella tillämplighet är förvisso omdebatterad i den juridiska doktrinen, men likväl torde den i teorin vara tillämplig på avtal där förhållanden väsentligt har förändrats.²³ På grund av dess starka subjektiva karaktär och ovisa ställning kommer den fortsatta framställningen dock inte att närmare behandla förutsättningslärans eventuella tillämpbarhet i förhållande till konvertibler och teckningsoptioner.²⁴

Den ursprungliga tanken med uppsatsen var att inom ramen för framställningens övergripande syfte, genomföra en rättslig komparation med de nordiska länderna Danmark, Finland och Norge. Efter mailkontakt med framförallt J. Lau Hansen, professor vid University of Copenhagen, kunde det emellertid konstateras att en dylik jämförelse inte var möjlig eftersom det saknades ett rättsligt underlag att genomföra en relevant komparativ jämförelse med.²⁵ Detta troligen beroende på ovan nämnda länders avsaknad av en självreglering av aktiemarknaden motsvarande den svenska. I detta avseende får Aktiemarknadsnämndens flexibla och progressiva roll som normbildare och rättskipare ses som ett föredöme. Som en form av bekräftelse av det nu sagda, kan framhållas att professor Lau Hansen ansåg att frågan om villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner är känd på ett akademiskt plan i Danmark, men att den ännu

²² Se exempelvis RÅ 2004 ref. 35.

²³ Enligt Prop. 1975/1976: 81 s. 28, ska förutsättningsläran kunna åberopas trots 36 § AvtL, om än med ett mer begränsat utrymme än tidigare. En uppfattning som stöds i doktrinen av b.l.a, Hellner m.fl., Speciell avtalsrätt II : kontraktsrätt, 2011, s. 61. och Adlercreutz och Gorton, Avtalsrätt II, 2010, s. 147 f. Vilken kan jämföras med Ramberg & Rambergs uppfattning i frågan som menar att förutsättningsläran är av begränsad praktisk betydelse och förespråkar användandet av 36 § AvtL istället. Ramberg och Ramberg, Allmän avtalsrätt, s. 190.

²⁴ Hellner m.fl., Speciell avtalsrätt II : Kontraktsrätt, 2011, s. 61.

²⁵ Mejlkorrespondens den 27 januari 2016. J. Lau Hansen är professor i "Financial Markets Law" på University of Copenhagen.

inte har aktualiserats i den praktiska rättstillämpningen, varför frågan inte heller närmare har behandlats i den juridiska doktrinen.

1.4.1 Konvertibler och teckningsoptioner i incitamentsprogram

Emissioner av konvertibler och teckningsoptioner sker stundom som ett led i aktierelaterade belönings- eller incitamentsprogram till ledande befattningshavare. En sådan emission omfattas av den s.k. Leo-lagen 16 kap. ABL, i vilken striktare majoritets- och informationskrav uppställs, samt av vidare synpunkter från god sed på aktiemarknaden. Framställningen kommer inte att behandla Leo-lagens bestämmelser eller aspekter från god sed på aktiemarknaden i dessa avseenden, eftersom det faller utanför uppsatsens diskurs. Den principiella frågan, om ändringar av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner kan genomföras, är emellertid i grund och botten densamma även för dessa instrument. I uppsatsen kommer därför ingen särskilnad att göras mellan Aktiemarknadsnämndens uttalanden rörande villkorsändringar för konvertibler eller teckningsoptioner (i) utgivna som del av ett incitamentsprogram inom 16 kap. ABL, eller (ii) utgivna genom sedvanlig emission enligt 14 och 15 kap. ABL. Som en följd av nu sagda, ska noteras att det således är möjligt att god sed på aktiemarknaden eller 16 kap. ABL, i vissa aspekter som inte är relevanta för uppsatsens diskurs, uppställer mer långtgående krav avseende finansiella instrument som del av incitamentsprogram, än vad som redogörs för i den fortsatta framställningen.

1.4.2 Utgångspunkt

Uppsatsen tar sin utgångspunkt i att en ändring av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner vid en out of the money-situation, är till fördel för såväl det emitterande bolaget som för konvertibel- respektive teckningsoptionsinnehavarna (jfr avsnitt 3.2 "Skäl för att ändra villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner"). Således torde det föreligga ett gemensamt intresse hos parterna att villkorsändringar för utgivna finansiella instrument ska genomföras. Naturligtvis kan det uppstå situationer där någondera av parterna saknar intresse för att en ändring av villkoren faktiskt genomförs, se exempelvis AMN 2005:15 eller AMN 1994:03. I de fall inte samtycke föreligger, begränsas emellertid de rättsliga frågeställningarna till i princip endast avtalsrättslig karaktär (jfr avsnitt 5.4 "Ändrade förhållanden som grund för ensidig villkorsändring"). Denna uppsats övergripande syfte är att aktualisera ett bredare spektrum av juridiska frågor, vilket motiverar framställningens utgångspunkt.

1.5 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i åtta kapitel, disponerade enligt följande. I kapitel 2 ges en introduktion till de finansiella instrumenten konvertibler och teckningsoptioner, en redogörelse över de vanligaste skälen till att instrumenten emitteras samt hur konvertibler och teckningsoptioner värderas. Detta kapitel är omfattande och till stora delar deskriptiv eftersom det för den fortsatta framställningen är nödvändigt att beskriva den kontextuella bakgrunden i form av hur och varför dessa finansiella instrument emitteras. I kapitel 3 ges en generell bakgrund till varför parterna önskar ändra villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner. I kapitel 4 redogörs för de aktiebolagsrättsliga aspekter av villkorsändringar som aktualiseras i samband med villkorsändringar för ovan nämnda instrument. I kapitel 5 behandlas obligationsrättsliga aspekter av villkorsändringar för utgivna konvertibler respektive teckningsoptioner. I kapitel 6 beskrivs hur synpunkter från god sed på aktiemarknaden påverkar möjligheterna att genomföra denna typ av villkorsändringar. I kapitel 7 analyseras möjligheterna att i framtida emissionsvillkor införa en prisjusteringsmekanism för att undvika problematiken vid out of the money. Avslutningsvis i kapitel 8 presenteras slutsatser och mina personliga reflektioner kring ämnet.

1.6 Terminologi

Några förtydliganden av ord och begrepp som är av central betydelse för den fortsatta framställningen är på sin plats för att underlätta läsningen.

Med termen *finansiella instrument* åsyftas teckningsoptioner och konvertibler gemensamt. Begreppet *börsbolag* saknar juridisk definition eller innebörd, men i avsaknad av annat mer lämpligt begrepp, som både omfattar bolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad eller en MTF, kommer begreppet *börsbolag* nyttjas i uppsatsen. Den s.k. finansssvenskan är fylld av anglosaxiska uttryck och begrepp som delvis har letat sig in även i den akademiska världen. Exempelvis talar man i såväl den ekonomiska som i den juridiska litteraturen om att finansiella instrument är antingen "*in the money*" eller "*out of the money*".²⁶ Dessa anglosaxiska begrepp syftar på förhållandet mellan en teckningsoptions teckningskurs, eller en konvertibels konverteringskurs och aktiekursen i det emitterande bolaget. Att ett finansiellt instrument är in the money innebär att bolagets aktiekurs är högre än den kurs som instrumentens villkor anger att en aktieteckning får sker till. Out of the money innebär följaktligen att bolagets aktiekurs är lägre än den kurs som instrumentens villkor anger att en aktieteckning får sker till. För en närmare redogörelse av begreppen hänvisas till avsnitt 2.8.

²⁶ Se Berk & DeMarzo ,Corporate Finance , 2014, s. 709 f, samt Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen – en kommentar, Del II, 2010, s. 11:4 för nyttjandet av begreppen i den juridiska doktrinen.

Även begreppen *emission* och *nyemission* förtjänar att uppmärksammas något. Ett bolag kan emittera aktier, teckningsoptioner, konvertibler eller obligationer etcetera. En nyemission syftar emellertid endast på att bolaget ger ut nya aktier. I de fall ett bolag emitterar teckningsoptioner eller konvertibler är det i strikt mening således fråga om både en *emission* av teckningsoptioner alternativt konvertibler (led ett) samt en efterföljande *nyemissionen* av aktier till följd av att aktieteckning alternativt konvertering begärs (led två).²⁷ Avseende skillnaden mellan led ett och led två görs i framställningen en gränsdragning mellan den ersättning som bolaget erhåller i samband med antingen emission eller nyemission. Med begreppet *vederlag* åsyftas i denna uppsats den förmögenhetsöverföring som sker i emissionsledet (led ett), medan begreppet *betalning* åsyftar på den förmögenhetsöverföring som sker i *nyemissionsledet* (led två). Motsvarande språkliga distinktion återfinns inte i ABL där begreppet *betalning* används genomgående, oavsett i vilket led förmögenhetsöverföringen till bolaget sker. Distinktionen är ett medvetet val av författaren med syfte att för läsaren lättare särskilja i vilket led förmögenhetsöverföringen till bolaget sker.

Avslutningsvis bör den aktiebolagsrättsliga betydelsen av begreppet *kompetens* kort kommenteras. I uppsatsen används begreppet *kompetens* på samma sätt som Skog i "Rodhes Aktiebolagsrätt", vari begreppet kompetens avser "en i aktiebolagslagen given rätt att fatta beslut".²⁸ Begreppet har endast bäring på den interna rätten att fatta beslut, alltså maktfördelningen inom aktiebolaget.

²⁷ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram - en civilrättslig studie, 2003, s. 75.

²⁸ Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 186 f.

2. Om konvertibler och teckningsoptioner

Förevarande avsnitt syftar till att ge läsaren en grundläggande förståelse och en rättslig introduktion till hur de finansiella instrumenten teckningsoptioner och konvertibler fungerar; varför de emitteras samt hur de värderas. Såväl konvertibler som teckningsoptioner bygger på en framtida "option" att köpa respektive konvertera aktier. En kortfattad introduktion till optionsteori ger läsaren grundkunskaper för den fortsatta läsningen. Den redovisar också konvertiblens och teckningsoptioners skillnader och släktskap till övriga former av optioner på den mångfacetterade finansmarknaden.

2.1 Optionsteori

Ordet *option* härstammar ursprungligen från det latinska ordet "*optio*" vars betydelse kan översättas till val eller valfrihet.²⁹ Den valfrihet som ordet option syftar på, manifesteras i form av att innehavaren av en option äger en framtida rätt att ingå avtal med utfärdaren.³⁰ Civilrättsligt utgör en option ett avtal, bärande en rätt att inom en förutbestämd tid (löptid) och till ett förutbestämt pris, antingen köpa (köpoption) eller sälja (säljoption)³¹ en i förväg bestämd kvantitet av en viss tillgång (underliggande vara).³² Optioner kan användas för att träffa avtal om i princip vilken underliggande vara eller tillgång som helst. Grundprincipen är densamma oavsett inom vilken bransch optionen används eller vad den underliggande tillgången avser.³³ Optionsavtalet karakteriseras av att det innebär en ensidig bundenhet för utställaren, samtidigt som det ger innehavaren en ensidig rätt, att välja om hen vill utnyttja optionen, eller inte.³⁴ Det faktum att optionsinnehavaren ensam kan avgöra om avtalet ska fullföljas och därmed kan ses som ett form av löfte från utställaren, innebär inte att ett optionsavtal måste vara av benefik karaktär. Tvärtom ställs optioner nästan alltid ut mot att någon form av premie erläggs. Premiens syfte är att kompensera optionsutfärdaren för den skyldighet att köpa eller sälja den underliggande varan, som enligt optionen åläggs hen (jfr avsnitt 2.9.1 "Optionens premie").³⁵

²⁹ Nationalencyklopedin, option. <http://www.ne.se.ezproxy.ub.gu.se> (hämtad 2016-04-22)

³⁰ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram - en civilrättslig studie, 2003, s. 20.

³¹ Jfr med motsvarande anglosaxiska begrepp som stundom även används i Sverige "call-options" respektive "put-options".

³² Johansson, Options- och terminsavtal en rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument, 1998, s. 28.

³³ Berk & DeMarzo, Corporate finance, 2014, s. 707 f.

³⁴ Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s. 125.

³⁵ Premien kan ses som optionens marknadspris, Johansson, Options- och terminsavtal, 1998, s. 29 och 47.

Generellt sett används optioner främst inom finans- och kapitalmarknaden för att träffa avtal om aktier, valutor, index, råvaror och räntebärande instrument. Men såväl fysiska som juridiska personer kan utfärda olika typer av optioner och det råder som utgångspunkt full avtalsfrihet beträffande villkoren.³⁶ Den vanligaste typen av option är en aktieoption.³⁷ Det förekommer emellertid flera olika former av finansiella instrument med tämligen vitt skilda användningsområden vilka alla utgör olika typer av optioner.³⁸ Den fortsatta framställningen kommer endast beröra de särskilda finansiella instrumenten teckningsoption och konvertibel, vilka utgör en form av finansiella instrument som endast kan emitteras av aktiebolag.

2.2 Bakgrund

Den teoretiska utgångspunkten är att ett aktiebolag kan finansieras antingen genom att externt kapital tillförs bolaget i samband med att ett lån tas upp eller genom att bolaget tillförs kapitaltillskott i utbyte mot aktier.³⁹ I motsats till förhållandet vid lånefinansiering, uppkommer vid ett kapitaltillskott inte något fordringsförhållande mellan parterna. Den som på detta sätt tillskjuter förmögenhet blir genom sitt kapitaltillskott istället aktieägare i bolaget. I praktiken förekommer det emellertid även andra, mer invecklade former av finansiering, vilka många gånger utgör olika hybrider av lån och kapitaltillskott.⁴⁰ Såväl konvertibler som teckningsoptioner kan räknas till denna form av hybridinstrument.

I samband med 1973 års ändringar av aktiebolagslagen infördes de aktiebolagsrättsliga instrument som idag benämns som konvertibler och teckningsoptioner.⁴¹ Eftersom aktieteckning var - och fortfarande är - en formbunden rättshandling och en traditionell nyemission av aktier förutsätter att emissionsbeslutet registreras inom sex månader, saknades det möjlighet att låta traditionella teckningsrätter behålla sin giltighet över en längre tidsperiod, 13 kap. 27 § ABL. Genom införandet av instrumenten konvertibler och teckningsoptioner skapades därmed en möjlighet för aktiebolag att associationsrättsligt garantera genomförandet av framåtriktade former av kapitaltillskott.⁴²

Regelverket för konvertibler och teckningsoptioner har sin förebild i, och följer till stora delar, mönstret i reglerna om nyemission av aktier 13 kap. ABL. Även om rättsreglerna för teckningsoptioner och konvertibler till stora delar är likvärdiga, finns det vissa tydliga och

³⁶ Jfr med begränsningar som uppställs i avtalslagens tredje kapitel

³⁷ Berk & DeMarzo, Corporate finance, 2014, s. 707.

³⁸ Jfr med b.la. *Standardiserade optioner, Warranter, Syntetiska optioner* eller *Personalooptioner*.

³⁹ Bergström & Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, 2012, s. 268.

⁴⁰ Se Dotevall, Aktiebolagsrätt - fördjupning och komparativ belysning, 2015, s. 401, som menar att skillnaden mellan lån och aktie i svensk rätt har suddats ut under senare år genom introduceringen av nya värdepapper på kapitalmarknaden. Jfr med 11 kap. 11 § ABL och möjligheterna att ge ut skuldebrev där dess nominella belopp eller räntan bestäms av bolagets vinst eller utdelning

⁴¹ Prop. 1975:103 s. 90.

⁴² Jfr Prop. 1973:93 s. 97 ff.

principiella skillnader mellan de båda instrumenten och deras skiftande användningsområden, vilket till del, avspeglas i den rättsliga regleringen. I likhet med vad Sandström påpekar, förefaller det i detta avseende tydligt att lagstiftaren systematiserat rättsreglerna utifrån instrumentens olika konstruktion och fokuserat lagstiftningen till den fas i vilken kapitaltillförseln till bolaget sker.⁴³

2.3 Teckningsoptioner

En emission av teckningsoptioner regleras av 14 kap. ABL och innebär i motsats till en traditionell aktieoption, rätten till aktier som ännu inte är emitterade. Det innebär att det emitterande bolaget senare måste genomföra en nyemission av aktier, eftersom teckningsoptionen avser rätten att förvärva s.k. nya aktier. Instrumentet *teckningsoption* definieras i 11 kap. 4 § ABL som en *"utfästelse som har gjorts av ett aktiebolag om rätt att teckna nya aktier i bolaget mot betalning i pengar."* Denna rätt gäller under viss tid och till förutbestämda villkor. En ökning av aktiekapitalet med hjälp av teckningsoptioner sker genom ett förfarande i två led. I det första ledet fattas beslut om att genomföra en emission av teckningsoptioner. Det bör noteras att själva emissionen av teckningsoptioner i sig inte påverkar antalet aktier i bolaget eller storleken på bolagets aktiekapital. Det är först i det andra ledet, när innehavarna utnyttjar sina optioner och tecknar aktier i bolaget mot betalning, som en kapitaltillförsel sker till bolaget motsvarande ökningen av aktiekapitalet.

I samband med emissionsbeslutet fastställs villkoren för teckningsoptionerna samt för de aktier som med hjälp av optionerna kan tecknas i den efterföljande nyemissionen. Av dessa villkor ska det bland mycket annat även framgå under vilken tid och till vilka villkor en framtida aktieteckning ska kunna ske. Villkoren är av ytterst central betydelse, då dessa anger förutsättningarna för den framtida nyemissionen. I 14 kapitlet ABL preciseras i detalj vilka uppgifter som måste framgå i emissionsvillkoren, men ABL saknar någon generell bestämmelse som anger inom vilken tid teckningsoptioner ska eller får utnyttjas.⁴⁴ Det uppställs i ABL inte några krav på att vederlaget för en emission av teckningsoptioner ska vara av viss storlek. En emission av teckningsoptioner kan således ske utan motprestation eller mot någon form av ersättning. En eventuell ersättning kan bestå av såväl kontanter som apportegendom. Även kvittning godtas i princip som ersättning. Aktiebolagsrättsligt och sett från ett borgenärsskyddsperspektiv saknar det relevans om

⁴³ Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s. 126 f. Tonvikten av regelverket i 14 kap. ABL avseende teckningsoptioner har fokuserats på den framtida aktieteckningen till följd av utnyttjandet av optionerna (led två). Medan merparten av regleringen av konvertibler i 15 kap. ABL berör emissionen av instrumenten (led ett).

⁴⁴ En teckningsoption som endast kan utnyttjas vid en specifik tidpunkt benämns *"Europeisk-option"*. En teckningsoption som ger innehavaren rätt att utnyttja optionen under hela perioden fram till löptidens slut benämns *"Amerikansk-option"*.

teckningsoptionerna emitteras mot eller utan vederlag, eftersom ett eventuellt vederlag vid emissionen saknar samband med den kapitaltillförsel som senare sker i samband med betalningen av aktierna. Frågan om vad ett eventuellt emissionsvederlag för teckningsoptioner ska betinga, har lagstiftaren därför lämnat fritt åt aktieägarna att besluta om. Följaktligen är det inget som hindrar ett bolag från att emittera teckningsoptioner utan vederlag, exempelvis till sina anställda som led i aktierelaterade belönings- eller incitamentsprogram.⁴⁵

Det är numera fritt för ett bolag att välja om man vill emittera fristående teckningsoptioner eller om man vill koppla dessa till skuldebrev. Tidigare var bolag tvingade att låta koppla teckningsoptionerna till ett av bolaget utfärdat skuldebrev. Det finns emellertid inget som hindrar ett bolag från att villkora en emission av teckningsoptioner mot att ett lån samtidigt beviljas.⁴⁶ Om en fordran tas upp i samband med att teckningsoptioner emitteras, utformas optionsvillkoren på så sätt att endast den som lånar ut medel till bolaget har rätt att delta i emissionen av teckningsoptionerna, 14 kap. 5 § 7 p ABL.⁴⁷ Villkoren för de lån som kopplas till teckningsoptionen i dessa fall regleras inte av ABL utan av allmänna regler och principer för lånevillkor.⁴⁸ Det bör dock påpekas att rätten att teckna aktier i dessa fall inte är kopplade till själva fordran. I de fall fordran betalas åter, fortsätter nämligen teckningsoptionerna att löpa.

2.3.1 Betalning m.m.

De aktier som tecknas i den nyemission som sker till följd att innehavarna av teckningsoptioner utnyttjar sina optioner, ska betalas i pengar, 14 kap. 38 § ABL. Betalningen för aktierna får dock inte ske till *underkurs*, d.v.s. vara lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde.⁴⁹ Betalning med *apportegendom* är inte tillåten eftersom lagstiftaren ansett att en värdering av apportegendomen vid emissionstillfället riskerar att vara inaktuell vid den framtida aktieteckningen.⁵⁰ Betalning genom kvittning får endast ske under förutsättning att kvittningen inte strider mot emissionsbeslutet, att styrelsen finner det lämpligt samt att det kan ske utan skada för bolaget eller dess borgenärer, 14 kap. 48 § ABL. Ett för den kommande framställningen centralt begrepp är *teckningskurs*. Med en teckningsoptions teckningskurs avses det pris innehavaren har rätt att betala för en aktie i det emitterande bolaget.

⁴⁵ Jfr dock med begränsningarna uppställa i den s.k. Leo-lagen 16 kap ABL Om vissa riktade emissioner.

⁴⁶ Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 66.

⁴⁷ Se Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s.126 f. Det är exempelvis möjligt att villkora optionsrätterna på så sätt att *förlagslån* tas upp eller att separata *obligationer* emitteras samtidigt, vilka först måste tecknas.

⁴⁸ Prop. 2004/05:85 s. 703.

⁴⁹ Jfr med J 14 kap. 6 § & 37 § ABL *Kvotvärdet* utgörs av aktiekapitalet dividerat med antalet aktier.

⁵⁰ Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen en kommentar, Del II, 2010, s. 14:48.

2.4 Konvertibler

Konvertibler utgör närmast en form av hybrid mellan en aktie och en fordringsrätt. En konvertibel kan enklast beskrivas som ett skuldebrev förenat med en ränta samt en rätt för innehavaren att helt eller delvis, under viss tid och till förutbestämda villkor, byta fordran mot aktier i det emitterande bolaget.⁵¹ I aktiebolagslagens 11 kap. 4 § definieras instrumentet konvertibel som en *"skuldförbindelse som har getts ut av ett aktiebolag mot vederlag och som ger innehavaren, viss man eller viss man eller order rätt eller skyldighet att helt eller delvis byta sin fordran mot aktier i bolaget."* Förvärvaren av en konvertibel beviljar med andra ord det emitterande bolaget ett lån. I gengäld betalar bolaget ränta på lånet och utfärdar ett skuldebrev vilket ger fordringsägaren en rätt eller skyldighet att i framtiden byta ut sin fordran till aktier i bolaget till förutbestämd villkor. Att byta ut fordran på bolaget mot aktier på detta sätt kallas för *konvertering* och har gett upphov till instrumentets namn.⁵²

Från ett företagsekonomiskt perspektiv kan en konvertibel delas upp i två olika teoretiska beståndsdelar. I enlighet med detta synsätt kan en konvertibel sägas bestå av dels en *obligationsdel*, vilken avser det utgivna skuldebrevet, dels av en *optionsdel* som avser rätten att konvertera lånet till aktier. Denna konverteringsrätt kan sägas motsvara en teckningsoption.⁵³

Likt vid en emission av teckningsoptioner, sker en ökning av aktiekapitalet med hjälp av konvertibler i två led. Under det första ledet emitterar bolaget konvertibler mot att förmögenhet, kontanter eller apportegendom tillförs bolaget i form av lån i enlighet med skuldebrevet. Även om emittenten tillförs förmögenhet påverkas i detta skede varken antalet aktier i, eller storleken på det emitterande bolagets aktiekapital. När konvertering senare begärs, antingen av emittenten eller innehavaren, inträder det andra ledet. I detta led sker en nyemission och hela eller delar konvertibelinnehavarens fordran konverteras till aktier i bolaget. I samband med att så sker, byter innehavaren av konvertibeln ställning i sitt förhållande till bolaget och går från att vara borgenär, till att bli aktieägare. Bokföringsmässigt överförs då aktiebolagets skuld till konvertibelinnehavaren från posten främmande kapital till posten eget kapital. Bolagets aktiekapital, och antalet aktier i bolaget ökar i motsvarande mån.⁵⁴

På samma sätt som vid en emission av teckningsoptioner är emissionsvillkoren av central betydelse även för utgivandet av konvertibler. Av konvertibelvillkoren ska bl.a. framgå fordrans löptid och den ränta som lånet ska löpa med samt under vilka omständigheter och till vilka villkor konvertering ska kunna ske, 15 kap. 4-7 §§ ABL. En noterbar skillnad i jämförelse med

⁵¹ Mikael Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättslig studie, 2003, s. 99.

⁵² Prop. 2004/05:85 s. 659.

⁵³ Brealey, Myers & Marcus. Fundamentals of corporate finance, 2006, s. 639.

⁵⁴ Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen en kommentar, Del II, 2010, s. 15:12.

teckningsoptioner är att en emission av konvertibler sker i utbyte mot att det emitterande bolaget tillåts låna viss förmögenhet. En konvertibel kan per definition således inte emitteras vederlagsfritt, eftersom ett lån ses som en form av vederlag.⁵⁵ Några krav avseende lånets storlek i uppställs visserligen inte i ABL, men konvertibelns *nominella belopp*, d.v.s. den skuld som bolaget har till konvertibelinnehavarna efter emissionen, måste vara av samma storlek för samtliga konvertibler i en och samma emission.⁵⁶

2.4.1 Betalning m.m.

Begreppet *konverteringskurs* är på motsvaranden sätt som teckningskurs ett centralt begrepp för den fortsatta framställningen. En konvertibels konverteringskurs avser det fordringsbelopp som ger rätt till en ny aktie. För att inte riskera att urholka det emitterande bolagets aktiekapital, får konverteringskursen inte sättas så lågt att konverteringen sker till underkurs. Det emitterande bolaget måste för varje ny aktie, tillföras förmögenhet som minst motsvarar de tidigare aktiernas kvotvärde.⁵⁷ Ett lågt lånebelopp måste således kombineras med en hög konverteringskurs. Om vederlaget för varje konvertibel vid emissionen i detta avseende inte räcker till, måste konverteringskursen justeras eller mellanskillnaden betalas med pengar vid konverteringstillfället, 15 kap. 6 § ABL. Konverteringen kan med andra ord beskrivas som att de konvertibla skuldebrevens används som betalningsmedel genom att fordran helt eller delvis byts ut mot aktier i bolaget.⁵⁸ I konvertibelvillkoren kan det föreskrivas att ett visst antal skuldebrev ska konverteras mot ett visst antal aktier, alternativt att konvertering endast ska ta i anspråk en del av skuldebrevets belopp. I dessa fall avräknas ett belopp motsvarande de konverterade aktiernas konverteringskurs från skuldebrevens nominella belopp. Resterande beloppet av skuldebrevet fortsätter löpa i form av ett traditionellt skuldebrev, utan konverteringsrätt.⁵⁹ I förhållande till teckningsoptioner blir skillnaden i detta avseende framträdande då en konvertibels konverteringsdel inte går att separera från dess obligationsdel. I de fall konvertibelns nominella belopp betalas åter, kan följaktligen inte konverteringsrätten fortleva på egen hand.⁶⁰ I motsats till vad som stadgas vid en emission av teckningsoptioner är det vidare inget som hindrar att konvertibler betalas med apportegendom, 15 kap. 9 § ABL. Betalning genom kvittning får ske under förutsättning att; den inte står i strid mot emissionsbeslutet, att styrelsen finner det lämpligt samt att det kan ske utan skada för bolaget eller dess borgenärer, 15 kap. 43 § ABL.

⁵⁵ Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s.126.

⁵⁶ Prop. 2004/05:85 s. 724.

⁵⁷ Jfr 15 kap. 6 § och 39 § ABL, *Kvotvärdet* utgörs av aktiekapitalet dividerat med antalet aktier.

⁵⁸ Nerep & Samuelsson, Aktiebolagslagen – en lagkommentar, del 2, 2009 s. 149.

⁵⁹ Jfr Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 62.

⁶⁰ Brealey, Myers & Marcus, Fundamentals of corporate finance, 2006 s. 639 jämte Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättsligstudie, 2003, s. 99.

2.4.2 Olika konvertibler

En konvertibel innebär som ovan visats, en rätt eller skyldighet att helt eller delvis byta sin fordran mot aktier i bolaget. Det är följaktligen helt upp till aktiebolaget att välja huruvida man vill utfärda konvertibler förenade med en *valfrihet* eller en *skyldighet* för innehavaren att konvertera fordran till aktier. Den senare typen av konvertibler benämns *tvingande konvertibler* eller s.k. "*mandatory convertibles*". Tidigare kunde konvertering inte begäras av bolaget utan endast av konvertibelinnehavaren. Numera är det dock möjligt att i emissionsvillkoren ange att rätten att begära konvertering ska tillfalla såväl innehavaren som bolaget. Friheten att utforma villkoren för konvertering i varje enskilt fall är stor. Exempelvis är det möjligt att utforma villkoren så att rätten att begära konvertering infaller efter viss tidpunkt, växlar mellan parterna eller stadgar att både innehavaren och bolaget ges rätt att under samma tidsperiod begära konvertering.⁶¹ Det är även möjligt att göra konverteringen beroende av att vissa förutbestämda omständigheter eller händelser är för handen.⁶² Konvertibler vars konvertering görs beroende på detta sätt benämns internationellt för "*Contingent Convertible Bonds*" eller kort och gott för "*CoCos*". Exempel på omständigheter som kan trigga konvertering i denna typ av instrument, kan vara att bolagets aktiekurs faller under en viss förutbestämd nivå eller att aktiebolagets kapitalbas hotas. Både Swedbank och Nordea har för att anpassa sig till ökade kapitäläckningskrav för banker utfärdat konvertibler av typen CoCo, vars konverteringsskyldighet triggas om bankernas kapitalbas hotas.⁶³ Det är också fullt möjligt att kombinera konvertibler med andra typer av finansiella instrument så som vinstandelsbevis eller kapitalandelsbevis, för att på så sätt ge konvertibeln en rätt till avkastning i relation till bolagets vinst eller storleken på bolagets utdelning till aktieägarna.⁶⁴

2.5 Beslutsform m.m.

Reglerna i 14 kap. respektive 15 kap. ABL överensstämmer med varandra i all väsentlighet avseende de praktiska aspekterna vid en emission av endera instrument. I den fortsatta redogörelsen kommer konvertibler och teckningsoptioner därför behandlas gemensamt.

Av 11 kap. 2 § ABL följer att ett beslut om emission av konvertibler respektive teckningsoptioner som huvudregel ska fattas utav bolagets aktieägare på bolagsstämman. Lagstiftaren är av uppfattningen att aktieägarna bör fatta beslutet eftersom det riskerar att få stora konsekvenser för både aktiernas ekonomiska värde och maktförhållandena i bolaget. Av förarbetena framgår att det därför är "*naturligt att beslutanderätten ligger hos bolagets ägare*".⁶⁵ Emissionsbeslut faller

⁶¹ Prop. 2004/05:85 s. 659.

⁶² Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s.127 f.

⁶³ A.a. s. 129 jämte Swedbank Coco-konvertibel och Nordea Coco-konvertibel.

⁶⁴ Johansson, Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag, 2011, s. 237.

⁶⁵ Prop. 2004/05:85 s. 334.

inom ramen för bolagsstämmans s.k. exklusiva kompetens och fattas med enkel majoritet, d.v.s. med mer än hälften av de angivna rösterna vid bolagsstämman, 7 kap. 40 § ABL. Vid vissa tillfällen kan emellertid kravet på stämmobeslut medföra olägenheter för bolaget, varför bolagets styrelse under vissa förutsättningar givits kompetens att fatta beslut om emission av teckningsoptioner eller konvertibler. Styrelsen har denna rätt förutsatt att den har fått stöd av bolagsstämmans bemyndigande i förväg eller under förutsättning att bolagsstämman i efterhand godkänner styrelsens beslut.⁶⁶ I förarbetena motiveras styrelsen beslutsmöjligheter med att ett beslut av styrelsen fyller ett stort praktiskt behov. Exempelvis anges att det i samband med företagsförvärv kan vara nödvändigt att snabbt fatta beslut om en emission, vilken kan utgöra en del av finansieringen eller betalningen.⁶⁷

2.6 Företrädesrätt

I likhet med vad som gäller vid nyemission av aktier, äger befintliga aktieägare *företrädesrätt* till teckningsoptioner och konvertibler i förhållande till antalet aktier de tidigare ägde, 14 kap. 1 § och 15 kap. 1 § ABL.⁶⁸ Företrädesrätten gäller så länge instrumenten ges ut mot betalning i pengar eller genom kvittning. Aktieägarnas företrädesrätt syftar dels till att säkerställa att emissionen inte utnyttjas på ett otillbörligt sätt för rubba maktbalansen i bolaget, dels till att garantera alla aktieägare får "lika" möjlighet att utnyttja den förmån som uppkommer i de fall instrumentens tecknings- alternativt konverteringskurs är lägre än börskursen, d.v.s. in the money.⁶⁹ Att teckningsoptioner till skillnad från aktier eller konvertibler kan emitteras utan vederlag, påverkar inte företrädesrätten. I sammanhanget bör det emellertid noteras att företrädesrätten inte innebär en plikt för aktieägarna att delta i emissionen. Företrädesrätten kan avstås eller fritt överlåtas.⁷⁰ Aktieägarnas företrädesrätt kan i vissa fall åsidosättas genom bestämmelse i emissionsbeslutet eller i tidigare emissionsbeslut, 14 kap. 1 § och 15 kap. 1 § ABL. Ett sådant avsteg från aktieägarnas företrädesrätt benämns ofta *riktad emission*. Beslut om en riktad emission kan endast fattas i det enskilda fallet och med kvalificerad majoritet, d.v.s. minst två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de aktier som är företrädde vid bolagsstämman, 14 och 15 kap. 1-2 §§ ABL.⁷¹ En riktad emission är principiellt godtagbar trots att den kan anses utgöra ett avsteg från den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen i 4 kap. 1 § ABL. En sådan emission riskerar

⁶⁶ Se 14 kap. 24-31 § jämte 15 kap. 29-38 § ABL.

⁶⁷ Prop. 2004/05:85 s. 335 ff.

⁶⁸ Jfr med 13 kap. 1 § första stycket ABL.

⁶⁹ Jfr Nerep & Samuelsson, Aktiebolagslagen – en lagkommentar, del 2, 2009 s. 41.

⁷⁰ Jfr 11 kap. 8 § ABL jämte lag (1998:1479) om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument samt Dotevall, Aktiebolagsrätt - fördjupning och komparativ belysning, 2015, s. 408.

⁷¹ Jfr dock med begränsningar i Reglerna i 16 kap ABL om vissa riktade emissioner. Vid beslut om undantag från aktieägarnas företrädesrätt görs, måste även bestämmelserna i den aktiebolagsrättsliga generalklausulen beaktas. Se vidare om generalklausulen under avsnitt 4.3.1.

emellertid att innebär en otillbörlig fördel i strid med generalklausulerna i 7 kap. 47 § eller 8 kap. 41 § första stycket ABL (se avsnitt 4.3.1). Vid en riktad emission av teckningsoptioner eller konvertibler måste således beaktas den utspädningseffekt av de nuvarande aktieägarnas innehav till följd av att instrumenten senare utnyttjas för att teckna eller konvertera nya aktier.⁷²

2.6.1 Beslutsförslag inför emission

I samband med ett beslut om emission av konvertibler eller teckningsoptioner, fastställs villkoren för den framtida konverteringen eller aktieteckningen. I och med att en emission av nyss nämnda slag innebär en framtida rätt att teckna aktier i det emitterande bolaget, är emissionsvillkoren av ytterst central betydelse. Det emitterande bolaget står inför en svår balansgång vid upprättandet av villkoren i och med att konverterings- respektive teckningskursen sammantaget med övriga villkor, måste förefalla tillräckligt attraktiva för att locka potentiella förvärvare av instrumenten. Samtidigt ligger det i bolagets, åtminstone aktieägarnas intresse att bolaget tillförs bästa möjliga ersättning för de aktier som kommer emitteras i samband med en framtida konvertering alternativt aktieteckning.⁷³

För att aktieägarna ska ges möjlighet att ta ställning till en fråga av sådan vikt, som en emission av konvertibler eller teckningsoptioner potentiellt innebär, är det relevant att de har ett korrekt, transparent och fullständigt informationsunderlag att fatta beslutet på. Innan bolagsstämman ska fatta beslut om att emittera konvertibler eller teckningsoptioner, ska därför styrelsen eller om förslaget väckts av någon annan, förslagsställaren upprätta ett s.k. *beslutsförslag*, vilket ska tjäna som underlag åt aktieägarna, 14 kap. 3 § jämte 15 kap. 3 § ABL. Av beslutsförslaget ska de villkor konvertiblerna eller teckningsoptionerna emitteras till framgå.⁷⁴ Beslutsunderlaget ska hållas tillgängligt på bolagets webbplats under minst tre veckor innan bolagsstämma ska pröva frågan, 14 kap 46 a § jämte 15 kap. 41 a § ABL. Vid en emission av konvertibler eller teckningsoptioner som erbjuds allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, ska det emitterande bolaget dessutom även upprätta ett s.k. *emissionsprospekt*.⁷⁵

⁷² Se AMN 2002:1 för närmare innebörd av begreppet *utspädning* olika innebörd. Det kan dels syfta på den förändring i fråga om värdet av de befintliga aktierna till följd av en emission, dels den procentuella ökning av antalet aktier i bolaget som emissionen kan innebära, med eventuella maktförskjutningar och förluster av minoritetsrättigheter som följd. Se även Westermarck & Lagercrantz, Om Nyemission, 2013, s. 205 ff och s. 230 ff.

⁷³ Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012 s.127.

⁷⁴ Jfr 14 kap. 4-10 § § och i 15 kap. 4-10 § § ABL. Av *beslutsförslaget* ska det b.la. framgå kapitalökningens totala belopp, antalet konvertibler alternativt teckningsoptioner som emitteras, vilket belopp som ska betalas för varje ny aktie i from av konverteringskurs eller teckningskurs, aktieägarnas företrädesrätt eller vilka som annars har rätt att delta i emissionen, inom vilken tid teckning av instrumenten måste ske, vilket aktieslag de nya aktierna avser samt inom vilken tid de finansiella instrumenten får utnyttjas m.m.

⁷⁵ (Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument. 2 kap. Ett *prospekt* utgör en form av informationsdokument vars huvudsakliga syfte är att tillgodose behovet av information på

2.7 Aktietecknings- och konverteringsprocessen

När väl beslut om en emission av konvertibler eller teckningsoptioner är fattat, behöver det inte kungöras, men ska av styrelsen inom sex månader från beslutstillfället anmälas för registrering i aktiebolagsregistret, 14 kap. 21 § jämte 15 kap. 26 § ABL. Efter att emissionsbeslutet har registrerats läggs verkställigheten i styrelsens händer. När innehavarna av instrumenten begär konvertering alternativt aktieteckning behöver således inte stämman fatta ett nytt emissionsbeslut, avseende aktier. Det faller på styrelsen att vidta de nödvändiga praktiska åtgärderna i samband med den följande nyemissionen.⁷⁶ Konvertering och aktieteckning sker på en teckningslista, innehållande bland annat emissionsbeslutet och bolagsordningen. I praktiken sker dock konverteringen och aktieteckningen i ett börsbolag alltid direkt genom betalningen.⁷⁷ Bolagsverket beskriver proceduren *”som en förenklad nyemission där förutsättningarna har bestämts i förväg”*.⁷⁸ Det faktum att reglerna för såväl nyemission av aktier som emission av konvertibler samt teckningsoptioner följer ett gemenast mönster i detta avseende, gör att proceduren för kapitalökning förenklas menar Sandström.⁷⁹ Efter att aktieteckningen alternativt konverteringen har avslutats, fattar styrelsen beslut om tilldelning av aktier, vilken genast anmäls till den centrala värdepappersförvararen, 14 kap. 36 § samt 15 kap. 37 § ABL. Styrelsen ska senast tre månader efter att tiden för att utnyttja konvertiblerna alternativt teckningsoptioner gått ut, anmäla till aktiebolagsregistret hur många aktier som har konverterats, alternativt tecknats och betalats, 14 kap. 43 § jämte 15 kap. 38 § ABL. Genom registreringen i aktiebolagsregistret fastställs ökningen av aktiekapitalet till det sammanlagda kvotvärdet av de tecknade och betalade aktierna 14 kap. 45 § jämte 15 kap. 40 § ABL.

2.8 Skäl att emittera konvertibler eller teckningsoptioner

Konvertibler och teckningsoptioner är i grund och botten två i aktiebolagslagen reglerade former för att öka aktiekapitalet, 11 kap. 1 § ABL. Det betyder emellertid inte att ett rent finansieringssyfte är det enda eller ens utgör det huvudsakliga bakomliggande motivet till att dessa instrument emitteras.

värdepappersmarknaden. Med prospektets hjälp ska potentiella placerare kunna bedöma såväl de finansiella instrumenten som det emitterande bolagets finansiella ställning, framtidsutsikter m.m. Syftet är att utifrån informationen kunna fatta ett välgrundat placeringsbeslut.

⁷⁶ Skog, Rodhes aktiebolagsrätt, 2014, s. 67.

⁷⁷ Jfr 14 kap. 47 § och 15 kap. 42 § jämte Ds 2012:37 Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag s. 25.

⁷⁸ Se Bolagsverkets riktlinjer för teckningsoptioner.

⁷⁹ Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s. 127.

2.8.1 Konvertibler

Företagsekonomisk teori talar för att en emission av konvertibler underlättar ett bolags kapitalanskaffning. Detta eftersom det är mer attraktivt att låna ut pengar till ett bolag om möjligheten att senare konvertera fordran till aktier i bolaget ges.⁸⁰ Konvertibler betraktas därför som en möjlighet att snabbt finansiera aktiebolag genom att låna förmögenhet. Uppställs förmånliga konverteringsvillkor kan många gånger förmögenhet dessutom lånas till en lägre ränta än vad som erbjuds vid traditionella lån av banker eller kreditinstitut.⁸¹ På grund av detta har i den ekonomiska litteraturen anförts att konvertibler framförallt lämpar sig väl för snabbt växande företag eftersom konvertibler möjliggör billig finansiering under en ekonomiskt kritisk expansionsfas, vilket minskar risken för konkurs.⁸²

Sett från konvertibelinnehavarens perspektiv erbjuder instrumentet en möjlighet att erhålla en visserligen förmodat låg men löpande ränta på en utestående fordran. Avkastningen i form av ränta, kan ses i kontrast till att aktieägare måste förlita sig på att bolaget gör vinst och delar ut medel. Som en form av kompensation för den förmodat låga räntan erhåller konvertibelinnehavaren rätten att konvertera fordran till aktier. Konvertibelinnehavare med rätt att begära konvertering löper därför mindre risk att placeringen ska tappa i värde, jämfört med om hen hade förvärvat aktier direkt i bolaget. Detta eftersom innehavaren vid fallande aktiekurs kan avstå från att konvertera fordran till aktier och istället förlita sig på de löpande ränteinkomsterna, alternativt kräva tillbaka det utlånade beloppet från bolaget.⁸³ I jämförelse med traditionell långivning har en konvertibelinnehavare således två olika handlingsmöjligheter.⁸⁴ Från ett agent och principal perspektiv torde även förekomsten av konvertibler mildra den teoretiska intressekonflikt som annars finns mellan aktieägare och borgenärer. En konvertibelinnehavare, till skillnad från en traditionell borgenärer, torde vara mindre oroad över att bolaget tar stora risker, eftersom konvertibeln gör det möjligt att ta del av det aktieägarvärde som skapas till följd av risktagandet.⁸⁵

⁸⁰ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättsligstudie, 2003, s. 103.

⁸¹ Det ska sägas att emission av konvertibler av typen "CoCos" inte primärt motiveras av ett finansieringsbehov utan på grund av den säkerhetsbuffert som skapas för aktiebolagets kapital. Varför denna denna typ av instrument framförallt emitterats av banker. Se artiklarna i The Economist, 13 september 2014 "Coco bonds - Mass Conversion", och i Bloomberg, 10 februari 2016 "Contingent Convertibles – High-Yield Hand Grenades."

⁸² Bergström & Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, 2012, s. 270.

⁸³ Dotevall, Aktiebolagsrätt – fördjupning och komparativ belysning, 2015, s. 404.

⁸⁴ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättsligstudie, 2003, s. 103.

⁸⁵ Nu sagda torde även gälla för teckningsoptioner kopplade till skuldförbindelser.

2.8.2 Teckningsoptioner

Teckningsoptioner, till skillnad från konvertibler, passar sämre för bolag i behov av snabb finansiering. Detta eftersom emittenten först efter viss tid tillförs kapital i samband med betalning av aktierna när optionerna utnyttjas.⁸⁶ Teckningsoptioner emitteras därför allt som oftast tillsammans med någon annan källa för finansiering, exempelvis i kombination med en nyemission av aktier, preferensaktier eller emission av obligationer. Genom att addera teckningsoptioner är det vanligt att det emitterande bolaget försöker "sockra ett erbjudande" för att på så sätt betala en lägre utdelning, eller ränta, alternativt få emissionserbjudandet att framstå som mer attraktivt för potentiella investerare. Det är vidare inte ovanligt att teckningsoptioner används av riskkapitalbolag i företagsaffärer, vid köp av onoterade bolag. Teckningsoptionernas villkor utformas då för att ge riskkapitalbolaget möjlighet att teckna aktier innan en eventuell börsnotering av bolaget sker.⁸⁷

Det ska emellertid påpekas att kapitalanskaffning inte alltid är det huvudsakliga syftet vid en emission av konvertibler eller teckningsoptioner. Som Borg framhåller kan det rent av vara så att ett ökat aktieäggande utgör en önskad bieffekt.⁸⁸ Främst teckningsoptioner, men i viss mån även konvertibler, emitteras stundom som led i olika former av *aktierelaterade incitamentsprogram*.⁸⁹ Motiven till en emission torde i dessa fall sammanfalla med incitamentprogrammets syfte.⁹⁰

2.9 Värdet av en teckningsoption eller konvertibel

Konvertibler såväl som teckningsoptioner utgör i praktiken en typ av finansiella instrument som kräver mycket stor sakkunskap för att kunna värderas korrekt.⁹¹ Det är från ett legalt perspektiv således inte av intresse att mer än översiktligt redogöra för hur en värderingen går till. En viss grundläggande förståelse för hur prisbildningen sker, är dock en förutsättning för den fortsatta framställningen.

⁸⁶ Genom att emittera teckningsoptioner mot vederlag, eller genom att emittera separata *obligationer* vilka måste tecknas för att få del av teckningsoptioner är det emellertid möjligt för det emitterande bolaget att med hjälp av teckningsoptioner tillföras omedelbart kapital och i dessa fall utgöra ett alternativ vid behov av snabb finansiering.

⁸⁷ Brealey, Myers & Marcus. Fundamentals of corporate finance, 2006, s.638.

⁸⁸ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättsligstudie, 2003, s. 95 f.

⁸⁹ Se KPMG:s rapport: "Incitamentsprogram i svenska börsnoterade bolag". Av nya incitamentsprogram för börsnoterade bolag under 2015 bestod 23 % av teckningsoptioner 4 % av konvertibler.

⁹⁰ Kristianson i Börsrätt, 2012, s. 295. Det övergripande syftet med denna typ av program kan *dels* ses som ett sätt att minska den intressekonflikt som enligt agent och principalteorin antas föreligger mellan aktieägarna och bolagets anställda, *dels* som en form av prestationsbaserad ersättning, främst riktad till bolagets ledande befattningshavare. Oavsett vilket incitamentprogrammets bakomliggande syfte är, krävs för att deltagaren ska gynnas av programmet, att aktiekursen stiger under den period programmet löper.

⁹¹ Exempelvis torde typiskt sett aktiemäklare eller corporate finance anställda på svenska banker sakna tillräcklig kompetens att värdera konvertibler eller teckningsoptioner.

En konvertibels två teoretiska beståndsdelars funktionalitet är olika, varför de följaktligen också värderas separat. Det teoretiska värdet av en konvertibels obligationsdel är för den fortsatta framställning utan intresse, men konverteringsmöjligheten medför att en konvertibel typiskt sett värderas högre än en jämförbar obligation.⁹² Det teoretiska värdet av optionsdelen utgörs av skillnaden mellan konvertibelns marknadspris och värdet av obligationsdelen. Eftersom konverteringsdelen bär stora likheter med en teckningsoption är emellertid vad som anförs nedan om värdering av optioner, möjligt att tillämpa även på en konvertibels optionsdel.⁹³

Både konvertibler och teckningsoptioner utgör s.k. *derivatinstrument*, vilket innebär att instrumenten är kopplade till förutsättningar vid en specifik framtida tidpunkt, samt att dess värde står i korrelation till det emitterande bolagets börskurs.⁹⁴ Emellertid utgör aktiekursen, vid den framtida tidpunkt då optionen kan utnyttjas, en okänd faktor vilket medför att det föreligger visst mått av osäkerhet rörande nuvärdet av instrumenten. Resonemanget kan illustreras med följande exempel.⁹⁵

Antag att börsbolaget AB X har emitterat teckningsoptioner, vars villkor innebär rätt att om ett år från idag att teckna aktier i AB X, till teckningskursen 100 SEK per aktie. Eftersom teckningsoptionsinnehavaren inte med säkerhet kan veta vad AB X:s börskurs kommer stå i om ett år, föreligger ett visst mått av osäkerhet kring det nuvarande ekonomiska värdet av rättigheten att om ett år köpa aktier för 100 SEK.

*I de fall aktiekursen ett år senare är högre än 100 SEK, exempelvis 150 SEK, representerar teckningsoptionen ett värde motsvarande mellanskillnaden, i detta fall 50 SEK, s.k. realvärde. I dessa fall kommer innehavaren med största sannolikhet att utnyttja optionen och teckna aktier i AB X eftersom optionsinnehavaren omedelbart kan sälja aktierna vidare och göra en vinst om 50 SEK. När aktiekursen på nämnda sätt är högre än optionens teckningskurs brukar man tala om att instrumentet är **in the money**.*⁹⁶

*I de fall AB X:s aktiekurs ett år senare istället står i 95 SEK är det sannolikt att optionsinnehavaren inte kommer att teckna aktier i AB X eftersom aktierna är billigare att köpa över börsen till marknadspris. Teckningsoptionen representerar således i dessa fall inget värde, eller med andra ord 0 SEK. När aktiekursen på nämnda sätt är lägre än optionens teckningskurs talar man i termer av att instrumentet är **out of the money**.*⁹⁷

⁹² Mishkin & Eakins, Financial markets and institutions, 2016, s. 327. Det teoretiska värdet av en konvertibels *obligations-del* utgör nuvärdet av dess framtida räntebetalningar tillsammans med dess nominella belopp.

⁹³ Brealey, Myers & Marcus. Fundamentals of corporate finance, 2006, s.639.

⁹⁴ Jfr med begreppet *derivatinstrument* i Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 1 kap. 4 §.

⁹⁵ Exemplet är inspirerat av och bygger på Borg:s illustration från, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättsligstudie, 2003, s. 21, men är fritt omgjort.

⁹⁶ Berk & DeMarzo, Corporate finance, 2014, s. 708 f.

⁹⁷ Om en konvertibel vid löptidens slut befinner sig *out of the money* kommer konvertibelinnehavaren med största sannolikhet inte påkalla konvertering utan istället lösa skuldebrevet till nominellt belopp.

2.9.1 Optionens premie

Vid beräkning av det ekonomiska utfallet för innehavaren av en option eller konverteringsrätt måste initialt den premie som erlagts för instrumentet beaktas (jfr med avsnitt 2.1). I fråga om konvertibler och teckningsoptioner utgörs premien av det eventuella vederlag som erlagts för att få delta i emissionen av instrumenten. Premien kan med andra ord ses som "priset" på optionen. För att en option ska bli lönsam för innehavaren, måste således den slutgiltiga vinst optionen genererar, överstiga det belopp som ursprungligen erlagts för att få rättigheten till instrumentet. Motsatt utgör premien ett mått på den maximala ekonomiska förlust som kan drabba en optionsinnehavare i de fall optionen blir out of the money. Teckningsoptioner kan visserligen till följd av att löptiden är till ända, bli värdelösa, men betingar inte något negativt värde.

2.9.2 Realvärde och Tidsvärde

Värdet av ett derivatinstrument kan teoretiskt förklaras genom att delas upp i två olika beståndsdelar, *realvärde* och *tidsvärde*.⁹⁸ En teckningsoptions *realvärde* är tämligen intuitivt och utgörs av skillnaden mellan den underliggande börskursen och teckningskursen (se exemplet med AB X i 2.9). En hög teckningskurs leder följaktligen till ett lägre värde av det finansiella instrumentet. En teckningsoptions *tidsvärde* är däremot inte fullt lika intuitivt. Tidsvärdet utgörs i av skillnaden mellan optionens premie och realvärdet. För att beräkna tidsvärdet av konverteringsrätter och teckningsoptioner finns flera olika modeller. Den mest använda och allmänt vedertagna modellen är *Black & Scholes-värderingsmodell*.⁹⁹ Modellen ger en teoretisk uppskattning av värdet på finansiella instrumentet och bygger på en rad ekonomiska antaganden. Faktorer som är av betydelse för beräkningen av en konverteringsrätts eller teckningsoptions *tidsvärde* enligt Black & Scholes-värderingsmodell utgår från följande faktorer:

- *Återstående löptid*. En lång löptid ökar värdet av det finansiella instrumentet eftersom det innebär en längre exponering mot det emitterande bolagets aktiekurs. Detta innebär större sannolikhet för att optionen ska vara in the money vid löptidens slut.
- *Volatilitet* - prISRörligheten hos den underliggande aktien. Stor prISRörlighet ökar värdet av finansiella instrumentet eftersom det ökar sannolikheten för att aktiekursen under löptiden kommer att stiga.

⁹⁸ Tjeder, Optionshandboken, 2011, s. 76.

⁹⁹ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättsligstudie, 2003, s. 22.

Myron Scholes och Robert Merton, två av skaparna av Black & Scholes-värderingsmodell, belönades 1997 med Nobelpriset i ekonomi för värderingsmodellen. Det ska sägas att det finns alternativa värderingsmodeller, samt modifierade varianter av black & Scholes. Dessa kommer emellertid inte presenteras i denna framställning.

- *Eventuella utdelningar på aktien.* Utdelning på emittentens aktier innebär att en förmögenhetsöverföring från bolaget till dess aktieägare sker. I de fall innehavarna av teckningsoptionerna inte får del av detta värde, leder det till ett lägre värde av det finansiella instrumentet.
- *Det allmänna ränteläget* (den riskfria räntan). Högre ränta ökar värdet av det finansiella instrumentet då räntenivån återspeglar alternativkostnaden för kapital.¹⁰⁰

Nu nämnda faktorer kan som Borg anför även ses i form av *avtalsreglerade* eller *marknadsreglerade* faktorer. Såväl tecknings- och konverteringskurs som löptid är faktorer som fastställs av parterna i emissionsvillkoren för konvertibler eller teckningsoptioner.¹⁰¹ Övriga faktorerna utgår från och är beroende av det allmänna marknadsläget. Dessa kan med andra ord inte parterna råda över. Man kan mot denna bakgrund konstatera att värdet av en konvertibel eller teckningsoption står i ett direkt samband med både börsutvecklingen på det emitterande bolagets aktier och hur instrumentets villkor har utformats. Vid en emission av konvertibler eller teckningsoptioner är således konverterings- alternativ teckningskursen jämte teckningstiden många gånger de mest betydelsefulla villkoren. Man bör dock som Hansson påtalar, observera att beräkningsmodeller likt Black & Scholes endast ger ett teoretiskt värde av ett finansiellt instrument. Ett värde som är starkt beroende av de antaganden som har gjorts och vilka prognostiseringar som ligger till grund för beräkningar av exempelvis faktorer som prISRörlighet och framtida utdelningar.¹⁰²

Sammantaget innebär ovan anförda att såväl konvertibler som teckningsoptioner lämpar sig väl för spekulation och därmed också för omsättning. På motsvarande sätt som ett publikt aktiebolags aktier kan noteras, är det möjligt att ta upp konvertibler och teckningsoptioner till handel på en reglerad marknad eller MTF. I dessa fall registreras de finansiella instrumenten av en central värdepappersförvarare i ett avstämningsregister enligt lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument.

¹⁰⁰ Jämför Berk & DeMarzo, Corporate finance, 2014, s. 747 f och s. 852 f jämte Hansson, Aktier, optioner, obligationer: en introduktion, 2009, s. 118 f.

¹⁰¹ Borg, Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättslig studie, 2003, s. 22.

¹⁰² Hansson, Aktier, optioner, obligationer: en introduktion, 2009, s. 118.

3. Villkorsändringar för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner

Detta avsnitt redovisar de vanligaste motiven till att villkoren för utestående konvertibler och teckningsoptioner ändras, men syftar även att visa hur villkorsändringar under vissa omständigheter, genom s.k. omräkningsförbehåll i emissionsvillkoren, görs för att skydda konvertibel- respektive teckningsoptionsinnehavare mot oberäknade värdeförsämringar orsakade av åtgärder vidtagna av bolaget.

3.1 Inledande kommentar

I "Rodhes Aktiebolagsrätt" står att läsa att det är en affärsmässig risk, som från juridisk synpunkt är ointressant, att den som förvärvar en konvertibel spekulerar fel och tvingas notera att konverteringsrätten som en följd blir värdelös.¹⁰³ Med beaktande av förevarande uppsats ämnesval skulle det i detta avseende emellertid kunna tilläggas att en värdelös konverteringsrätt förvisso innebär en affärsmässig risk. Men, att i de fall emittenten är ett börsbolag vilket, som till följd av att konverteringsrätterna har blivit värdelösa, önskar ändra konvertibelns villkor, aktualiseras flera juridiska frågeställningar.

3.2 Skäl för att ändra villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner

Att konvertibler eller teckningsoptioner inte är attraktiva att utnyttja beror oftast på att de inte längre representerar något värde, d.v.s. instrumenten befinner sig out of money. Att emitterade finansiella instrument i dessa fall inte utnyttjas, är inte endast till nackdel för dess innehavare. Det torde stundtals även innebära en nackdel för det emitterande bolaget, eftersom syftet med emissionen går förlorad om konvertiblerna eller teckningsoptioner inte senare är attraktiva nog för att konvertera, alternativt teckna, till aktier. I synnerhet vid emissioner till följd av ett finansieringsbehov, torde det ligga i det emitterande bolagets intresse att instrumenten befinner sig in the money. Nu sagda kan stundom gälla även bolag utan ett direkt finansieringsbehov, eftersom konvertering av ett konvertibellån minskar inte bara det emitterande bolagets skuldsättning utan även dess räntekostnader. Även i de fall en emission av konvertibler eller teckningsoptioner har emitterats enligt 16 kap. ABL, som del av incitamentsprogram till ledande

¹⁰³ Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 64.

befattningshavare, går incitamentssyftet med emissionen om intet i de fall instrumenten inte längre representerar något värde.

Det bör i sammanhanget dock framhållas att det givetvis kan finnas andra bakomliggande skäl, än att instrumenten blivit out of the money, för det emitterande bolaget eller innehavarna att önska genomföra villkorsändringar. Det kan exempelvis vara fråga om villkorsändringar av mer teknisk eller redaktionell natur, men även ändringar föranledda av oförutsedda bolagshändelser. I linje med nu sagda kan konstateras att motiven i bolagens, till Aktiemarknadsnämnden föreslagna ändringar, varierar i hög grad (jfr avsnitt 6.2). Det bör dock noteras att nämndens uttalanden förmodligen inte utgör ett särskilt representativt underlag härvidlag. Redan under slutet av 1980-talet fastslog AmN att villkorsändringar till följd av out of the money inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden. Det är därför rimligt att anta att börsbolag som av denna anledning önskar vidta villkorsändringar för finansiella instrument, antingen väljer att konsultera nämnden i frågan, vilket är betydligt billigare än och normalt inte renderar i ett formellt uttalande, eller att bolaget i detta avseende helt sonika väljer att bortse från god sed på aktiemarknaden. Även om det alltså inte framgår av nämndens uttalanden, förefaller det huvudsakliga skälet till att vidta villkorsändringar vara att det finansiella instrumentet i fråga inte längre representerar något värde. Som stöd för detta påstående kan framhållas att i de av framställningen uppmärksammade pressmeddelandena har samtliga bolag angett att skälet till villkorsändringarna är att bolagets nuvarande aktiekurs är lägre än instrumentens konverterings- eller teckningskurs. Som ytterligare stöd för nu sagda kan uttalandet, i samband med AmN:s senaste uttalande i frågan AMN 2015:26, i branschtidningen Realtid anföras: *”Typiskt sett handlar försöken att skriva om villkoren för optionsprogram [så] att dessa ska hamna ”in the money” och därmed utnyttjas av innehavaren.”*¹⁰⁴

Den åtgärd som i dessa fall förefaller mest naturlig och enkel, för att instrumenten åter ska bli attraktiva att utnyttja för konvertering eller aktieteckning, synes vara att ändra instrumentens *konverterings-* alternativt *teckningskurs* så att dessa åter står i bättre koherens till den nuvarande aktiekursen.¹⁰⁵ En motsvarande effekt torde även kunna uppnås genom att förlänga instrumentens löptid och utöka antalet konverterings- alternativt teckningstillfällen, i hopp om att aktiekursen ska stiga på sikt. Eftersom ett börsbolags aktiekurs svårligen går att påverka med lovliga medel, förefaller det logiskt att såväl innehavarna som det emitterande bolaget vid en out of the money-situation har ett intresse av att åtgärda inkongruensen genom att ändra villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner.

Det kan visserligen ifrågasättas vilken legitimitet det emitterande bolagets intresse av att vidta villkorsändringar till följd av out of the money faktiskt kan tillmätas. Vid rena finansieringsbehov,

¹⁰⁴ Se artikeln ”Inte god sed” på Realtid.se (<http://www.realtid.se/inte-god-sed>) den första oktober 2015.

¹⁰⁵ Jfr med föreslagna åtgärder i bifogat pressmeddelandena.

förefaller det svårt att motivera varför bolaget inte istället genomför en nyemission till aktieägarna eller riktad emission till andra. Ett möjligt svar kan tänkas vara transaktionskostnader. Det är förmodligen många gånger billigare att ändra villkoren för redan utgivna finansiella instrument än att genomföra nya emissioner av aktier eller konvertibler respektive teckningsoptioner. Ett annat möjligt svar kan vara ett bristande intresse hos bolagets aktieägare att tillföra ytterligare kapital genom att delta i en nyemission. Oavsett legitimitet kan sammanfattningsvis konstateras att intresse för att ändra villkoren för konvertibler respektive teckningsoptioner som befinner sig out of the money, förefaller vara stort.¹⁰⁶

3.3 Omräkningsvillkor

Vanligtvis uppställs i emissionsvillkoren för konvertibler eller teckningsoptioner en obligationsrättslig möjlighet att under vissa förutsättningar ändra konverterings- respektive teckningskursen.

I avsnitt 2.9 redogjordes för hur konvertibler och teckningsoptioner värderas, samt den korrelation som föreligger mellan värdet av instrumentet och hur dess villkor har utformats. Något förenklat kan man säga att det även är av betydelse hur många aktier bolaget har före emissionen, för att avgöra värdet av optionen respektive konverteringsrätten som teckningsoptionerna samt konvertiblerna bär.¹⁰⁷ Instrumentens ställning och värde försämras nämligen i de fall bolaget, innan alla teckningsoptioner eller konvertibler har utnyttjats, vidtar en åtgärd som påverkar aktiekapitalets storlek. Åtgärder som på detta sätt negativt påverkar värdet av konvertibler eller teckningsoptioner är exempelvis om emittenten genomför nyemission av aktier, splitt eller fondemission, extraordinär vinstutdelning till aktieägarna eller emission av ytterligare serier av finansiella instrument så som konvertibler alternativt teckningsoptioner.

För att ovan nämnda åtgärder, vidtagna av det emitterande bolag, inte ska försämra konvertibel- eller teckningsoptionsinnehavarnas ställning eller instrumentens värde, uppställs vid emission av dessa instrument vanligtvis s.k. *omräkningsförbehåll* eller *omräkningsklausuler* i villkoren. Dessa förbehåll innebär något förenklat att i de fall det emitterande bolaget vidtar en åtgärd som påverkar innehavarnas ställning eller värde, ska en korrigering av den framtida tecknings- respektive konverteringskursen eller annan lämplig form av kompensation ske till innehavarna.¹⁰⁸ En ytterligare aspekt är att innehavare av konvertibler eller teckningsoptioner saknar aktieägarens

¹⁰⁶ Jfr med vad som inledningsvis anförts under avsnitt 1.2.1 och 1.3.

¹⁰⁷ Skog. Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 62.

¹⁰⁸ Omräkningsförbehåll tenderar att vara långa, snåriga med tekniskt komplicerade omräkningar vilket många gånger gör dem svåra att sätta sig in i. Sandström uttrycker det som att "[...] villkorsbestämmelserna riskerar att bli mycket komplicerade och [...] kräver många lukrativa juristtimmar." Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, 2012, s. 128.

möjlighet att på bolagsstämman utnyttja någon rösträtt och på detta sätt påverka och bevaka att bolaget agerar på ett sätt som överensstämmer med det egna intresset. Det förefaller mot denna bakgrund därför närmast vara ett krav, för att konvertibler eller teckningsoptioner ska framstå som attraktiva för en potentiell investerare, att det emitterande bolaget i viss utsträckning säkerställer att instrumentens ställning inte försämras vid denna typ händelser. Omräkningsförbehåll innebär i detta avseende följaktligen ett sorts skydd för innehavarna av instrumenten, vilka annars riskerar att bli beroende av aktieägarnas välvilja. Lagstiftaren har dock valt att inte reglera denna potentiella intressekonflikt genom att uppställa krav i ABL på omräkningsförbehåll vid en emission av konvertibler eller teckningsoptioner. Istället har man valt att lämna det fritt för parterna att reglera frågan på det sätt som anses lämpligast genom emissionsvillkoren.¹⁰⁹ Förarbetena ger emellertid uttryck för att *”det förhållandet att en viss fråga inte behöver behandlas [...] innebär givetvis inte att bolaget är förhindrat att reglera frågan i beslutet.”*¹¹⁰ I många fall, menar man, kan det i själva verket vara lämpligt med ett betydligt utförligare beslut än vad som följer av lagens minimikrav. I propositionen till aktiebolagslagen görs en uppräknings av rättigheter vilka kan tjäna som vägledning för situationer man menar kan vara lämpliga att reglera i emissionsvillkoren vid utgivandet av teckningsoptioner. Uppräkningen nedan tar sikte på den rätt som en teckningsoptionsinnehavare ska ges, om bolaget innan optionsrätten har utnyttjats:

”a) genomför en fondemission, en nyemission av aktier eller en emission av teckningsoptioner eller konvertibler,

b) minskar aktiekapitalet för återbetalning till aktieägarna,

c) på annat sätt än genom fondemission eller emission av nya aktier, teckningsoptioner eller konvertibler riktar ett erbjudande till aktieägarna att i förhållande till aktieinnehavet av bolaget förvärva värdepapper eller rättighet av något slag eller beslutar att på motsvarande sätt till aktieägarna dela ut sådana värdepapper eller rättigheter utan vederlag,

d) beslutar om kontant utdelning till aktieägarna med belopp som väsentligt överstiger den genomsnittliga utdelning som bolaget har lämnat för de tre senaste räkenskapsåren,

e) går i likvidation,

f) försätts i konkurs,

*g) blir föremål för företagsrekonstruktion.”*¹¹¹

Det bör i sammanhanget uppmärksammas att denna uppräknings emellertid inte tar upp möjligheten till omräkningsförbehåll på grund av att ett finansiellt instrument befinner sig out of the money. Det finns anledning att beakta detta under den fortsatta läsningen, särskilt under avsnitt 7: *”Prisjusteringsmekanism vid out of the money”*.

¹⁰⁹ Observera att bestämmelser om *fusion* och *delning* finns lagstadgade 23 kap ABL samt 24 kap. ABL.

¹¹⁰ Prop. 2004/05:85, s. 706.

¹¹¹ A.a. s. 706 ff.

4. Aktiebolagsrättsliga aspekter av villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner

Förevarande avsnitts analyserar gällande rätt och besvarar frågeställningen vilket bolagsorgan som har kompetens att fatta beslutet om ändring av villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner? Inledningsvis redovisas för relevanta bestämmelser i ABL, vartefter en mer analyserande del följer. I och med att flera olika aktiebolagsrättsliga aspekter aktualiseras i samband med att ändringar av villkoren för utgivna finansiella instrument vidtas, kommer avsnittet att behandla även andra aktiebolagsrättsliga aspekter som bedömts vara relevanta i förhållande till uppsatsens övergripande syfte.

4.1 Beslutsform

Tidigare har redogjorts för att ett beslut att emittera konvertibler och teckningsoptioner, som huvudregel ska fattas av aktieägarna på bolagsstämman, alternativt av styrelsen med bemyndigande eller godkännande av bolagsstämman (jfr avsnitt 2.5). Ett beslut att ändra villkoren för dessa instrument, framförallt villkor som löptid, antal konverterings- respektive teckningstillfällen samt konverterings- respektive teckningskurs, påverkar inte bara innehavarna av instrumenten utan även bolagets aktieägare. Detta till trots anger ABL inte explicit vilket bolagsorgan som besitter denna rätt. Följaktligen är en central fråga vilka – eller vilket – bolagsorgan som besitter kompetens att fatta beslut om ändring av villkor för utgivna konvertibler respektive teckningsoptioner

4.1.1 Bolagsstämman

Bestämmanderätten – eller maktfördelningen om man så vill – i ett aktiebolag utgår från bestämmelsen i 7 kap. 1 § ABL. Aktieägarnas rätt att besluta i bolagets angelägenheter utövas vid bolagsstämman, vilket utgör aktiebolagets högsta organ. Stämman har en exklusiv kompetens att besluta i flera för bolaget viktiga frågor, exempelvis ändring av bolagsordningen, val av styrelse och revisor, besluta om vinstutdelning, ökning och minskning av aktiekapital, fusion samt likvidation. Om inte annat följer av lag eller av bolagsordningen, kan stämman avgöra varje fråga

som rör bolaget, som inte uttryckligen faller under annat bolagsorgans exklusiva kompetens.¹¹² Det ska emellertid noteras att stämman endast är ett förvaltande organ och verkställer således inga beslut. Stämman har dock möjlighet att lämna bindande direktiv till bolagsledningen i alla typer av förvaltningsfrågor.¹¹³ Det är även möjligt för stämman att på förhand bestämma att en viss fråga eller en viss typ av frågor endast ska beslutas av stämman. Stämmans beslut är bindande för bolagsledningen på så sätt att avvikelse utan skäl, kan leda till ansvar enligt 29 kap. 1 § ABL.¹¹⁴ Bolagsstämman har med andra ord en explicit överordnad ställning i förhållande till bolagets styrelse och verkställande direktör. Att bolagsstämman därmed besitter kompetens att besluta om ändring av villkoren för utestående konvertibler eller teckningsoptioner torde således vara ostridigt. Frågan som är av intresse för en fortsatt redogörelse är huruvida denna kompetens är exklusiv, enbart förbehållen bolagsstämman, eller om även bolagets styrelse eller VD besitter motsvarande kompetens.

4.1.2 Verkställande Direktör

I ett publikt aktiebolag, ställs det krav på en tudelad ledningsorganisation i form av både styrelse och verkställande direktör, 8 kap. 46 § jämte 50 § ABL. Den verkställande direktörens kompetens omfattar bolagets löpande förvaltning. Till den löpande förvaltningen hör alla åtgärder som inte, med hänsyn till omfattning och art av bolagets verksamhet, är av osedvanlig beskaffenhet eller av stor betydelse för bolaget, 8 kap. 29 § ABL. Beslut att vidta ändringar av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner får anses som en tämligen ovanlig fråga, av potentiellt stor betydelse för både bolaget och dess aktieägare. Möjligheterna för ett aktiebolags VD att fatta nämnda beslut förefaller därför små, rent av obefintliga.

4.1.3 Styrelsen

Styrelsens eventuella kompetens att fatta beslut om villkorsändringar för konvertibler eller teckningsoptioner låter sig inte besvaras lika lätt. Utgångspunkten är att styrelsen utgör ett såväl verkställande som förvaltande organ.¹¹⁵ Enligt 8 kap. 4 § ABL ansvarar styrelsen för bolagets organisation och förvaltning av bolagets angelägenheter. Vad som omfattas av det mycket vida begreppet *”förvaltning av bolagets angelägenheter”* är inte helt givet, men innebörden av

¹¹² Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 159. Man talar i former av att stämman besitter en s.k. restkompetens eller residualkompetens. Jfr med styrelsens och VD:s exklusiva kompetens 18 kap 1 § jämte 20 kap. 3 § ABL.

¹¹³ Jfr dock med begränsningen i bolagsledningens lydnadspåbudsplikt 8 kap. 41 § andra stycket ABL. Dotevall, Aktiebolagsrätt - fördjupning och komparativ belysning, 2015, s. 205.

¹¹⁴ Stämman får dock inte begränsa styrelsens handlingsfrihet till den grad att styrelsen inte längre kan uppfylla sin funktion som bolagets högsta förvaltningsorgan. Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen, En kommentar, Del I, 2010, s. 8:11.

¹¹⁵ Styrelsens roll som legal ställföreträdare för bolaget stadgas i 8 kap. 35 § ABL innebärande rätten att ingå avtal för bolagets räkning med tredje man, vilket bolagsstämman saknar.

begreppet definieras ofta negativt. Grundsatsen är att styrelsen har kompetens att fatta beslut för bolagets räkning, i princip alla åtgärder som inte står i strid med lag, bolagsordningen, det angivna verksamhetsföremålet eller inkräkter på bolagsstämmans exklusiva kompetens.¹¹⁶ Styrelsens uppgifter består vanligen av att fatta långsiktiga beslut om bolagets inriktning, åtgärder och planering för bolagets löpande drift och förvaltning, vilket innefattar ett ansvar över ändamålsenlighet av bolagets organisation, ekonomistyrning, bokföring och redovisning m.m. I och med att stämman är överordnad styrelsen, saknar styrelsen möjlighet att sätta sig över ett beslut fattat av bolagsstämman. Följaktligen kan inte styrelsen besluta i en fråga som stämman redan har avgjort.

4.2 Analys

Det är svårt att mer precist bolagsrättsligt kategorisera vad ett beslut att ändra villkoren för utgivna konvertibler respektive teckningsoptioner utgör för typ av beslut. Det förefaller således möjligt att en ändring av villkoren för utgivna finansiella instrument kan göras som ett led i förvaltningen av bolagets angelägenheter och utgör därmed ett beslut som kan fattas av styrelsen. Samtidigt framstår frågan vara av potentiellt stor betydelse för aktieägarna i det emitterande bolaget som riskerar att drabbas av utspädningseffekter, varför det är ett rimligt antagande att aktieägarna önskar ha kontrollen över ett sådant beslut.

4.2.1 Exklusiv bolagsstämmokompetens

Frågan om styrelsen har kompetens att fatta beslut om villkorsändringar för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner tangerar en i doktrinen tämligen omdebatterad frågeställning. Om det, utöver det uttryckliga exklusiva kompetensområdet för bolagsstämman i ABL, finns andra frågor som är av sådan *extraordinär karaktär* att styrelsen är skyldig att hänskjuta dessa till bolagsstämman, trots att det inte framgår av ABL; en s.k. *oskriven bolagsstämmokompetens* eller *exklusiv bolagsstämmokompetens*.¹¹⁷ Det saknas klagörande praxis och inom den juridiska doktrinen går åsikterna isär om huruvida en oskriven exklusiv stämmokompetens överhuvudtaget existerar i svensk rätt.¹¹⁸ Det får därför anses oklart hur gränsdragningen för denna eventuella kompetens i praktiken ser ut. Att ta ställning till existensen av en oskriven exklusiv

¹¹⁶ Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen, En kommentar. Del I, 2010, s. 8:8.

¹¹⁷ Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen En kommentar, Del I, 2010, s. 7:4.

¹¹⁸ Se bland annat Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, 2008. s. 101 ff. Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 178. Nial, Till frågan om kompetensfördelningen mellan stämma och styrelse i aktiebolag, 1976, s. 329 ff. Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen. En kommentar. Del I, 2010, s. 7:4 och 8:10 f. samt Johansson. Bolagsstämma, 1990, s. 153 ff.

stämmokompetens i svensk rätt, faller utanför uppsatsens övergripande syfte.¹¹⁹ Men då frågan, om även styrelsen besitter kompetens att fatta beslut om villkorsändring för utgivna konvertibler och teckningsoptioner, till viss del är beroende av hur man ställer sig till existensen av en exklusiv bolagsstämmokompetens i svensk rätt, kräver frågan en närmare analys.

4.2.1.1 Exklusiv bolagsstämmokompetens erkänns

Två dominerande argumentationslinjer brukar framhållas för att existensen av en oskriven bolagsstämmokompetens erkänns i svensk rätt. Den första linjen bygger på att det anses finnas åtgärder av så *extraordinär karaktär*, alternativt så *ingripande för att aktieägarna*, att dessa utgör frågor som inte omfattas av styrelsens traditionella kompetens och ska ses exklusivt förbehållna stämman.¹²⁰ Att ändra villkoren för utestående finansiella instrument skulle, med ett sådant synsätt, eventuellt kunna anses utgöra en fråga som är både av så extraordinär karaktär och så ingripande för aktieägarna att det är en fråga som faller inom denna oskrivna bolagsstämmokompetens. Den andra argumentationslinjen stödjer sig på att aktiebolagslagens strukturella uppbyggnad är väl lämpad för teleologisk tillämpning och extensiv analog tolkning utifrån lagbestämmelserna bakomliggande rationalitet.¹²¹ Ändamålsenligheten bakom reglerna i 14 kap. 1 § jämte 15 kap. 1 § ger uttryck för att en emission av konvertibler eller teckningsoptioner utgör ett så pass viktigt beslut för aktieägarna, att lagstiftaren har tilldelat dem beslutanderätten.¹²² Bolagsstämman besitter i linje med detta synsätt en exklusiv rätt att besluta även om villkorsändringar i utgivna finansiella instrument, eftersom beslutet i många aspekter liknar ett beslut om emission och potentiellt är av lika stor betydelse för aktieägarna.

4.2.1.2 Exklusiv bolagsstämmokompetens erkänns inte

Ett motsatt synsätt bygger på att lagstiftaren noga har övervägt vilka beslut som ska tillhöra stämmans exklusiva kompetens och att ABL uttömmande ger uttryck för de beslut som exklusivt tillkommer bolagsstämman.¹²³ Det kan med andra ord inte existera någon oskriven bolagsstämmokompetens. I och med att frågan om vem som har rätt att fatta beslut om att ändra villkor för utgivna finansiella instrument inte regleras i ABL, saknas det följaktligen stöd för att frågan exklusivt skulle tillfalla stämman. En motsatstolkning ger för handen att det därmed inte

¹¹⁹ För den som vill fördjupa sig i ämnet rekommenderas Jonas Öqvist:s sammanställning av den juridiska doktrinen åsikter i ämnet. Se Öqvist, Jonas, 2011, Oskriften exklusiv bolagsstämmokompetens – En komparativ analys, Examensuppsats vid Göteborgs Universitet Handelshögskolan Juridiska Institutionen.

¹²⁰ Se bl.a. Sandström, Svensk aktiebolagsrätt s. 178 och Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, 2008, s. 101.

¹²¹ Se bl.a. Johansson, Bolagsstämma, 1990, s. 160 f och Åhman, Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten, 1997, s. 534 f.

¹²² Jfr Prop. 2004/05:85. s. 334.

¹²³ Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 1 §, Lexino 2015-09-22.

finns något hinder för styrelsen att fatta beslut rörande villkorsändringar, eftersom styrelsen besitter kompetens att fatta beslut i princip i alla övrig frågor.¹²⁴

4.2.1.3 Sammanvägning

Utan att ta ställning till existensen av en exklusiv bolagsstämmokompetens i svensk rätt generellt, synes det tveksamt om det i den juridiska doktrinen finns stöd för att villkorsändringar för konvertibler eller teckningsoptioner skulle omfattas av en oskriven bolagsstämmokompetens. Dotevall är exempelvis av uppfattningen att styrelsens skyldigheter att hänskjuta frågor till stämman inte får drivas allt för långt.¹²⁵ Särskilt i publika bolag, menar Dotevall att behovet av diskretion och snabbhet måste beaktas mot den olägenhet det skulle innebära att sammankalla bolagsstämman.¹²⁶ Endast extraordinära åtgärder av stor betydelse för bolaget, ska därför hänskjutas till bolagsstämman. Dotevall anger bland annat som exempel på en sådan åtgärd en verksamhetsövergång till nytt och riskablare affärsområden. Sandström har en liknade syn och menar att endast frågor som har en spektakulär betydelse för bolaget ska falla under bolagsstämmans oskrivna exklusiva kompetens.¹²⁷ Som exempel nämns överlåtelse av bolagets hela inkråm eller avnotering av bolagets aktier från en börs. Johansson menar visserligen att stämman generellt bör ges beslutanderätt i de ärenden som till sina faktiska verkningar är likartade de frågor som enligt ABL ligger under stämman exklusiva kompetens.¹²⁸ Samtidigt anger Johansson motsvarande exempel som både Dotevall och Sandström i fråga om vilka ärenden som på detta sätt ska beslutas om av bolagsstämman. Av motsatt uppfattning är bland andra Nerep och Samuelsson vilka menar att bolagsstämman inte kan tillerkännas någon exklusiv kompetens alls utöver den i ABL lagstadgade.¹²⁹ Det ska även noteras att bolagsverket är av uppfattningen att ett beslut om villkorsändringar för konvertibler respektive teckningsoptioner ska fattas av samma bolagsorgan, bolagsstämman eller styrelsen, som fattat det ursprungliga beslutet om emissionen.¹³⁰ Bolagsverket synes följaktligen vara av uppfattningen att någon oskriven bolagsstämmokompetens i vart fall inte aktualiseras vid villkorsändringar för utgivna finansiella instrument.

¹²⁴ Jfr med Båvestam & Lindblad, Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering, JT 2007–08 s. 227.

¹²⁵ Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, 2008, s. 101 f.

¹²⁶ A.a.s s. 101 f.

¹²⁷ Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, 2012, s. 178

¹²⁸ Johansson, Bolagsstämma, 1990, . S. 161 f jämte Andersson, Johansson och Skog, Aktiebolagslagen, En kommentar, Del I, 2010, s. 7:4.

¹²⁹ Nerep, Adestam & Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 1 §, Lexino 2015-09-22

¹³⁰ Jfr Bolagsverkets riktlinjer för såväl teckningsoptioner som konvertibler.

Mot bakgrund av ovan kan sammanfattningsvis konstateras att de potentiella effekterna av att ändra villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner skulle kunna liknas vid de som uppkommer vid beslut att emittera dylika finansiella instrument. Men i ljuset av ovan nämnda exempel på åtgärder, som enligt delar av doktrinen måste hänskjutas till bolagsstämman, är det enligt min mening svårt att se att beslutet om villkorsändringar för finansiella instrument skulle utgöra en så extraordinär åtgärd eller ha så spektakulär betydelse att det skulle omfattas av en exklusiv bolagsstämmokompetens. Nu sagda jämte det faktum att existensen av en exklusiv bolagsstämmokompetens är omtvistad, får enligt min mening tolkas som att såväl styrelsen som bolagsstämman får anses besitta kompetensen att fatta beslut om villkorsändringar för utgivna konvertibler respektive teckningsoptioner (jfr dock med avsnitt 6.5.3 i fråga om god sed på aktiemarknaden).

4.3 Övriga aspekter

Frågan om ändringar av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner behandlas alltså inte i aktiebolagslagen. Trots det kan, på motsvarande sätt som är fallet vid en emission av konvertibler eller teckningsoptioner, ytterligare aktiebolagsrättsliga bestämmelser behöva tas i beaktande även i samband med ändringar av villkoren för dylika instrument.

Inledningsvis är det från aktiebolagsrättsligt hänseende, i likhet med vad som gäller vid en emission, viktigt att säkerställa att en ändring av teckningskurs för utgivna teckningsoptioner inte medför att aktieteckning riskerar att ske till underkurs, 14 kap. 6 § och tredje stycket och 37 § ABL. I fråga om konvertibler kan en ändring av konverteringskurs till underkurs ske om mellanskillnaden skall täckas genom betalning med pengar vid konverteringen jämte 15 kap 6 § (se avsnitt 2.3.1). Vidare får aktiekapitalet i ett aktiebolag inte ökas på sätt som strider mot bolagsordningen, 3 kap. 1 § ABL. Vid såväl en emission som vid ändringar av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner är det således viktigt att beakta bolagsordningens bestämmelser om maximala antalet aktier samt aktiekapitalets storlek. Om det krävs att bolagsordningen ändras, för att möjliggöra en villkorsändring av konvertibler alternativt teckningsoptioner, måste beslutet om ändringen av bolagsordningen fattas innan beslutet om villkorsändringen kan fattas, 11 kap. 2 § andra stycket ABL. Ett beslut om att ändra bolagsordningen ska fattas av bolagsstämman med kvalificerad majoritet. Förslaget ska biträttas med minst två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna, 7 kap. 42 § ABL.¹³¹

¹³¹Det bör noteras att bolagsstämman saknar möjlighet att delegera eller bemyndiga styrelsen att fatta de beslut om de bolagsordningsändringar som krävs för att genomföra en emission av konvertibler eller teckningsoptioner.

4.3.1 Villkorsändringar i strid med generalklausulen

En åtgärd av bolagsstämman eller styrelsen som är *ägnad att ge en otillbörlig fördel* åt aktieägare eller annan, till nackdel för bolaget eller annan aktieägare, kan i domstol klandras med stöd av generalklausulen i 7 kap. 47 § jämte 8 kap. 41 § första stycket ABL. Generalklausulen syftar till att ge minoriteten ett rättsligt medel i de fall majoriteten missbrukar sin maktställning, på så sätt att åtgärder som riskerar att orsaka otillbörlig särbehandling, kan angripas.¹³²

På motsvarande sätt som gäller vid en riktad emission, är ändringar av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner inte per definition i strid med generalklausulen (jfr avsnitt 2.6). Emellertid riskerar allt för generösa justeringar av villkoren för finansiella instrument att innebära en otillbörlig fördel för innehavarna till nämnda instrument. En villkorsändring kan därför utgöra ett agerande som står i strid med generalklausulen. Det kanske tydligaste exemplet i detta avseendet torde vara ändringar av konvertibler och teckningsoptioner konverterings- eller teckningskurs. Nu sagda gäller särskilt ifråga om villkorsändringar för finansiella instrument ursprungligen utgivna genom riktade emissioner, eftersom det medför att aktieägarna utsätts för risken för utspädning och maktförskjutningar, särskilt om konverterings- eller teckningskursen är låg. Men, rent teoretiskt kan även ändringar av villkoren för finansiella instrument utgivna genom företrädesemissioner innebära en otillbörlig fördel. Omständigheterna i det enskilda fallet är avgörande för om en ändring av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner står i förenlighet med generalklausulen. I detta avseende beaktas särskilt om åtgärden innebär en otillbörlig fördel för aktieägare till nackdel för annan aktieägare. Bedömning görs om det utifrån objektiva grunder, ligger i aktieägarnas intresse att en villkorsändring genomförs.¹³³

I fråga om riktade emissioner förefaller den juridiska doktrinen vara av uppfattningen att i de fall emissionskursen inte överensstämmer med aktiernas värde före emissionen eller ligger mycket nära detta värde, kan emissionen klandras med stöd av den aktiebolagsrättsliga generalklausulen.¹³⁴ Det är rimligt att anta att ett motsvarande förhållningssätt appliceras även i fråga om ändringar av villkor för konvertibler och teckningsoptioner. Grundregeln förefaller därmed vara att en ändring av konverterings- eller teckningskursen ska utgå från det emitterande bolagets aktiekurs vid ändringstillfället. Samtidigt är det i praktiken, vid en out of the money-situation, sannolikt inte av större intresse att ändra exempelvis teckningskursen för en teckningsoption till nuvarande börskurs. Aktierna kan då köpas över börsen till ett pris motsvarande teckningskursen och teckningsoptionen riskerar att snabbt bli out of the money igen om aktiekursen faller i värde. Det är därför troligt att en ändring av teckningskursen för en

¹³² Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen. En kommentar. Del I, 2010, s. 7:91 ff.

¹³³ Jfr Nerep, Adestam & Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino (2015-09-22)

¹³⁴ Se bl.a. Skog. Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 59 och Johansson, Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag, 2007, s. 98.

teckningsoption som befinner sig out of the money, kommer att sättas en bit under rådande börskurs.¹³⁵ För att bedöma en sådan villkorsändrings förenlighet med generalklausulen, utgör otillbörlighetsrekvisitet ett centralt momentet. Otillbörligheten av att villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner ändras är relaterad till den fördel som aktieägare eller annan vinner av att ändringen genomförs.¹³⁶ De närmare gränserna för otillbörlighetsrekvisitet är oklara och samsynen i den juridiska doktrinen tycks inte vara absolut i fråga om hur bedömning av otillbörlighetsrekvisitet ska ske.¹³⁷ Men det förefaller som att hänsyn ska tas till aktiebolagets intresse av att ändringen av villkoren genomförs, de företagsekonomiska värderingar som ligger till grund för beslutet samt affärsmässigheten av beslutet.¹³⁸ Nu sagda ska vägas samman och sättas i relation till aktieägarminoritetens behov av reell likabehandling och skydd samt om tillvägagångssätt kan anses illojalt.

Konklusionen av nu sagda är att generalklausulen konstituerar den yttre gräns för vad som bolagsrättsligt kan anses som godtagbart i fråga om ändringar av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner. Det är fråga om en intresseavvägning där omständigheterna i det enskilda fallet är avgörande för om en ändring av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner utgör en otillbörlig fördel och därmed kan angripas med generalklausulen.

¹³⁵ Telefonintervju med advokat Carl-Johan Pousette den 16 februari 2016.

¹³⁶ Nerep, Adestam & Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino 2015-09-22

¹³⁷ Jfr exempelvis Sandström, svensk aktiebolagsrätt, 2012, s. 202 med Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, 2014, s. 246 ff i förhållande till Nerep, Adestam & Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino och Andersson Johansson skog kommentaren s. 7:92 f.

¹³⁸ Westermarck & Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 230 ff.

5. Obligationsrättsliga aspekter av villkorsändringar för utgivna konvertibler och teckningsoptioner

Detta avsnitt besvarar uppsatsens andra frågeställning, "är det obligationsrättsligt möjligt att ändra villkoren för utgivna teckningsoptioner och konvertibler"? Inledningsvis redogörs för varför villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner i en avtalsrättslig mening klassificeras som "avtal". Vidare redogörs för parternas obligationsrättsliga förhållande och möjligheterna att ändra villkoren analyseras. Frågan om villkorsändringar problematiseras vilket medför en redogörelse för och analys av möjligheterna att ensidigt genomdriva en villkorsändring för konvertibler respektive teckningsoptioner.

5.1 Allmänna utgångspunkter

Syftet med de villkor som uppställs i samband med ett beslut att ge ut konvertibler eller teckningsoptioner är att reglera dels emissionen, dels den efterföljande konverteringen respektive aktieteckningen. Villkoren kan med andra ord sägas representera den gemensamma partsviljan mellan emittenten och innehavarna; att fullfölja emissionsförfarandet enligt föreskrivna villkor. Emissionsvillkoren utgör därmed ett avtal i enlighet med avtalsrättsliga principer.¹³⁹ Det emitterande bolaget förbinder sig, såväl obligationsrättsligt som associationsrättsligt, att svara för att innehavaren ges rätt att teckna eller konvertera aktier i bolaget enligt emissionsvillkoren. I och med att frågan om huruvida ändringar av ovan nämnda villkor kan genomföra inte regleras *lex specialis*, aktualiseras avtalsrättsliga normer.¹⁴⁰

Stora delar av avtalsrätten är dispositiv, varför man i första hand har att utgå ifrån själva avtalet och tillämpa de ramar som avtalsparterna själva har kommit överens om, avseende riskfördelning och eventuella möjligheter att genomföra ändringar. Normalt uppställs i emissionsvillkoren inte någon prisjusteringsklausul eller omräkningsförbehåll som omfattar en out of the money-situation, vare sig för konvertibler eller teckningsoptioner (jfr avsnitt 5.1). Det innebär att frågan om en ändring av villkoren på denna grund kan ske, sannolikt inte kan avgöras utifrån avtalets lydelse.

¹³⁹ Se med Grönfors, *Avtalsgrundanderättsfakta*, 1993, s. 17 ff. och Adlercrutz & Gorton, *Avtalsrätt I*, 2013 s. 24 f.

¹⁴⁰ Reglerna i 14 respektive 15 kap. ABL uppställer endast minikrav avseende innehållet i beslutsförslag samt emissionsvillkor.

Varför möjligheterna att genomföra en ändring av emissionsvillkoren vid en out of the money-situation får avgöras med hjälp av vad som stadgas i lag eller allmänna avtalsrättsliga principer.

5.2 Avtalsrättsliga principer

Svensk avtalsrätt bygger i stor utsträckning på allmänna rättsliga principer som inte är reglerade i lag, men vilka likväl tillämpas av domstolar närmast som vore de lagfästa rättsregler. En av de mest centrala är principen om *avtalsfrihet*; möjligheten för ett rättssubjekt att fritt ingå vilka avtal de vill. I korrelation till principen om avtalsfrihet följer principen om att avtal ska hållas *pacta sunt servanda*, skyldigheten för parterna att infria och följa ingångna avtal.¹⁴¹ Att ensidigt ändra ett ingånget avtal står i direkt strid med denna inom avtalsrätten grundläggande princip. Det bör emellertid påpekas att principen om avtalsfrihet samtidigt innebär att det står parterna fritt att i *samtycke* avtala om ändringar i ursprungsavtalet eller ingå ett nytt avtal som träder i de gamla avtalets ställe och på så sätt genomföra önskade justeringar. Att vidta ändringar av emissionsvillkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner förefaller från ett obligationsrättsligt perspektiv såldes vara fullt möjligt. I enlighet med allmänna avtalsrättsliga principer krävs dock att varje innehavare av instrumenten samtycker till ändringar vilka är till deras nackdel. Villkorsändringar i form av förlängd löptid, sänkt konverterings- eller teckningskurs torde i normalfallet emellertid inte vara till innehavarens nackdel, tvärtom till deras fördel. Varför samtycke i dessa fall formellt sett inte är nödvändigt. För att undvika framtida tvister och tolkningsproblem är advokaterna Rutberg och Edhall av uppfattningen att innehavarnas samtycke likväl bör inhämtas vid denna typ av villkorsändringar.¹⁴²

5.3 Parternas avtalsförhållande

Det är av praktiska skäl vanligt att man i emissionsvillkoren för konvertibler och teckningsoptioner stadgar att emissionsinstitutet, vanligtvis en bank eller ett värdepappersinstitut, har rätt att för innehavarnas räkning träffa överenskommelser med bolaget om ändringar av villkoren. Förutsättningen är att ändringarna, enligt emissionsinstitutets bedömning, är ändamålsenliga eller

¹⁴¹ Grönfors & Dotevall, Avtalslagen: en kommentar, 2010, s. 279. Principen torde dock endast tjäna som rättslig utgångspunkt då, principen om att avtal ska hållas troligen aldrig gäller fullt ut utan undantag. Se även Ramberg & Ramberg, Allmän avtalsrätt, 2014, s. 29.

¹⁴² Rutberg & Edhall, Ändring av villkor i redan utgivna optionsprogram, SvSkt 2/2003 s. 157.

Jfr även med Bolagsverket som i sina riktlinjer om ändringar av teckningsoptioner och konvertibler anger att: *"Alla innehavare av teckningsoptioner [...och konvertibler...] måste godkänna de ändringar som företaget har beslutat om (samtycke). Om ändringen bedöms vara till innehavarnas fördel behöver de inte godkänna den. Då räcker det med att en styrelseledamot, den verkställande direktören eller en auktoriserad eller godkänd revisor intygar att ändringen är till fördel för innehavarna. Detta intyg ska också innehålla en bedömning om att ändringen inte är till uppenbar nackdel för aktieägarna i företaget."*

nödvändiga och innehavarnas rättigheter inte i något väsentligt hänseende försämrats.¹⁴³ Att emissionsinstitutet stundom besitter en ovan beskriven rätt, att företräda innehavarna, ändrar emellertid inte det grundläggande obligationsrättsliga förhållandet mellan konvertibel- alternativt teckningsoptionsinnehavarna och det emitterande bolaget.

En i sammanhanget relevant iakttagelse är att avtalsförhållandet vid en emission av konvertibler respektive teckningsoptioner i jämförelse med ett avtalsförhållande av momentan karaktär framstår något annorlunda till sin natur. Innehavaren byter vid utnyttjande av instrumenten ställning, och går från att vara kontrahent till att bli aktieägare. Det torde således redan under ett tidigt stadie uppstå en tydlig intressegemenskap mellan parterna och därmed också en viss lojalitetsplikt. Detta faktum torde, i vart fall i teorin, begränsa den mellan avtalsparter inneboende intressekonflikt som annars generellt föreligger.¹⁴⁴ Det är bland annat mot bakgrund av nu sagda en out of the money-situation inte endast ska ses som att instrumenten blir utan värde för innehavarna, utan syftet med emissionen av instrumenten går i de flesta fall om intet även för det emitterande bolaget. Båda parterna har därmed i regel vinning av att villkoren kan ändras i dessa situationer. Det förefaller därför rimligt att anta att konsensus typiskt sett föreligger till att genomföra önskvärda justeringar av villkoren i de fall ett finansiellt instrument befinner sig out of the money.

Som utredningen visat är frågan om ändringar av emissionsvillkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner från ett obligationsrättsligt perspektiv oproblematisk i de fall samtycke föreligger.¹⁴⁵ Den fortsatta redogörelsen kommer, för att vara av avtalsrättslig relevans, därför redogöra för möjligheterna att ensidigt utan samtycke genomföra ändringar av emissionsvillkoren på grund av att instrumenten har blivit out of the money.

5.4 Ändrade förhållanden som grund för ensidig villkorsändring

Att förhållanden förändras över tid, ligger per definition i sakens natur. Den ofrånkomliga effekten av nu sagda är att långvariga avtal löper större risk för ändrade förhållanden under avtalets gång. Principen om avtalsbundenhet, *pacta sunt servanda*, är en grundpelare i den svenska kontraktsrätten. Principen motiveras av ett behov av trygghet, förutsebarhet och stabilitet i avtalsförhållanden. En följd är att var part själv står risken för den händelse den framtida händelseutvecklingen medför att ett avtal blir oförmåligt. Det innebär att var part svarar för sina

¹⁴³ Stundom uppställs motsvarande rätt för det emitterande bolaget att ensidigt ändra emissionsvillkoren under förutsättning att ändringarna är ändamålsenliga eller nödvändiga och innehavarnas rättigheter inte i något väsentligt hänseende försämrats.

¹⁴⁴ Jämför resonemanget med Dotevall, Ekvivalensprincipen och jämkning av långvarigavtal, SvJT 2002 s.455.

¹⁴⁵ Oaktat de praktiska olägenheter det kan innebära att inhämta samtycke från ett potentiellt stort antal innehavare.

egna förutsättningar och bör säkerställa förutsättningarnas riktighet genom villkor i avtalet. I förarbetena till avtalslagen uttrycks det som att *"avtalskontrahenterna själva får ta till vara sina intressen så långt de förmår"*.¹⁴⁶ I linje med detta synsätt, uttalade HD, i NJA 1985 s. 178 att; *"en part i ett avtal måste regelmässigt själv stå risken för att hans förutsättningar för avtalet är felaktiga"*.

Konvertibler och teckningsoptioner bygger till sin konstruktion på att det emitterande bolagets aktiekursen ska stiga för att instrumenten ska falla väl ut. Instrumenten förvärvas med andra ord med en förhoppning om en stigande aktiekurs. I den händelse att aktiekursen inte stiger, utan istället sjunker så pass att instrumentet i fråga blir out of the money, innebär det att parternas förutsättningar slår fel. I den juridiska doktrinen talar man i termer av *motivvillfarelse* alternativt *misstag i bevekelsegrunderna* när ett avtals syfte eller följder går om intet till följd av att en part inte förutsett vad avtalet kan komma att innebära. Den rådande uppfattningen i dessa fall är att den part som misstagit sig om avtalets följder eller syfte får bära konsekvenserna av sitt misstag, under förutsättning att motparten varit i god tro.¹⁴⁷

Det finns emellertid undantag från nu sagda. Ramberg och Ramberg menar att det är naturligt att stundom behöva justera avtal när omständigheterna har förändrats väsentligt.¹⁴⁸ Oförutsedda händelser jämte stora ekonomiska värden riskerar att skapa obalanser i långvariga avtal, vilket i sin tur leder till minskad trygghet, oförutsebarhet och instabilitet. Framförallt i varaktiga avtal kan en allt för strikt tolkning av principen om avtalsbundenhet kan därför leda till motsatt den önskade effekten. Grönfors menade att man i ljuset av nu anförda bör se att principen om pacta sunt servanda som att *"avtal ska genomföras"* snarare än att *"avtal ska hållas"*.¹⁴⁹ Vad gäller konvertibler och teckningsoptioner aktualiseras i detta avseende frågan om det faktum att instrumenten på grund av sjunkande aktiekurs har blivit out of the money, kan anses innebära *"ändrade förhållanden"* i den mening som enligt avtalsrättsliga principer rättfärdigar en ändring eller justering av avtalet?

5.4.1 Generalklausulen - 36 § AvtL

Den avtalsrättsliga s.k. generalklausulen i 36 § AvtL gör det möjligt att jämka eller helt åsidosätta avtal eller avtalsvillkor vilka framstår som *oskäliga* på grund av senare inträffade händelser. Då teckningsoptioner och konvertibler utgör aktiebolagsrättsliga instrument, aktualiseras initialt frågan om vilken tillämplighet och verkan rent avtalsrättsliga regler och jämningsmöjligheter kan

¹⁴⁶ Prop. 1975/76:81 s. 101.

¹⁴⁷ Se Ramberg & Ramberg, Allmän avtalsrätt, 2014, s. 178. samt Adlercreutz och Gorton, Avtalsrätt I, 2011, s. 286 f. I linje med detta synsätt torde konvertibel- eller teckningsoptionsinnehavare inte nå framgång med att på obligationsrättslig grund rikta krav på ersättning mot det emitterande bolaget för erlagt vederlag i samband med emissionen, i de fall instrumenten senare blir värdelösa till följd av sjunkande aktiekurs.

¹⁴⁸ Ramberg & Ramberg, Allmän avtalsrätt, 2011, s. 185.

¹⁴⁹ Grönfors. Avtal och omförhandling, 1995, s. 22-23.

anses ha inom den aktiebolagsrättsliga sfären. I den juridiska doktrinen förefaller det som att någon åtskillnad i detta avseende inte görs och skälighetsbedömningen sker efter motsvarande kriterier och grunder som vid rena obligationsrättsliga förhållanden.¹⁵⁰ Att konvertibler eller teckningsoptioner blir out of the money förefaller således på rent objektiva grunder kunna utgöra en händelse som omfattas av jämningsmöjligheter i 36 § AvtL, inte minst som rättsregeln omfattar även kommersiella förhållanden.

Den avtalsrättsliga generalklausulen ger uttryck för vad som i doktrinen brukar benämnas för *ekvivalensprincipen*, vilken går ut på att säkra balansen mellan parternas prestation och motprestation. Principens syfte är att hindra en avtalspart från att få ekonomiska fördelar på den andra avtalspartens bekostnad. Innebörden av principen är att ett avtal i efterhand kan anses vara oskäligt trots att parterna frivilligt ingått det.¹⁵¹ Jämkning med stöd av 36 § AvtL kan resultera i en inskränkning av ett avtal eller avtalsvillkor, men ger även möjlighet att i sin helhet lämna ett avtal eller villkor utan verkan. Mot denna bakgrund brukar 36 § AvtL framhållas som det bäst lämpade rättsliga hjälpmedlet för att justera ett avtal då senare inträffade händelser medfört att avtalsbalansen förändrats så pass att avtalet framstår som oskäligt.¹⁵²

5.4.1.1 Skälighetsbedömning

Hur en skälighetsbedömning vid tillämpandet av 36 § AvtL ska göras, framgår inte av avtalslagen. Vägledning får istället hämtas ur internationella avtalsrättsliga principer och doktrinen.¹⁵³ För att ett avtal eller avtalsvillkor, enligt dessa bestämmelser, ska anses oskäligt krävs följande:

- att avtalsbalansen mellan parterna rubbats så pass att det motiverar ett ingrepp i avtalsförhållandet. Obalansen mellan parternas prestationer ska ha blivit så pass omfattande att den passerat den i doktrinen benämnda *offergränsen*;¹⁵⁴
- att det inträffade var oförutsebart för den drabbade parten vid tiden för avtalets ingående och den drabbade parten därför inte heller borde ha förebyggt konsekvenserna av händelseutvecklingen;
- att den drabbade parten själv inte haft kontrollen över händelseutvecklingen;
- att den drabbade parten inte lämpligen bör bära risken för det inträffade.¹⁵⁵

Det ska dock sägas att svenska domstolar traditionellt har varit obenägna att ändra gällande avtal med stöd av generalklausulen. En möjlig förklaring till detta menar Grönfors är att man i

¹⁵⁰ Se Hellner, Aktiebolagsrätt och avtalsrätt i Festschrift till Gunnar Karnell, 1999, s. 270.

¹⁵¹ Grönfors & Dotevall, Avtalslagen en kommentar, 2010, s. 260.

¹⁵² Dotevall, Ekvivalensprincipen och jämkning av långvarigavtal, SvJT s.442. Jfr med förutsättningsläran.

¹⁵³ Se UNIDROIT Principles artikel. 6.2.1-6.2.2, PECL artikel 6:111 och DCFR artikel III-1:110

¹⁵⁴ Dotevall, Ekvivalensprincipen och jämkning av långvarigavtal, SvJT, s.457.

¹⁵⁵ Ramberg & Ramberg, Allmän avtalsrätt, 2014, s. 179.

utformningen av avtalets rättsverkningar begränsat sig och utgått från köpeavtalet som utgångsmodell.¹⁵⁶

5.5 Sammanfattande analys

Undantaget s.k. "mandatory convertibles" konstituerar såväl konvertibler som teckningsoptioner en ensidig bundenhet för emittenten. I de fall innehavarna inte utnyttjar konvertiblerna eller teckningsoptionerna till följd av att instrumenten befinner sig out of the money, föreligger följaktligen inget brott mot emissionsvillkoren. Ett traditionellt avtalsförhållande mellan två parter bygger typiskt sett på ett ömsesidigt förpliktande och präglas av ett utbyte av utfästelser eller prestationer. I de fall något vederlag har erlagts i samband med emission av finansiella instrument, får det visserligen ses som en prestation av innehavarna. Men typiskt sett är, i vart fall innehavarna av en teckningsoption, inte förpliktade att utföra någon motprestation. Konvertibler eller teckningsoptioner konstituerar med andra ord inte ett typiskt avtalsförhållande i den mening ett traditionellt köpeavtal gör. Instrumenten kan snarare avtalsrättsligt klassificeras som en form av föravtal, stundom förenat med ett låneavtal. Eftersom reglerna om kontraktsbrott traditionellt utgör utgångspunkten för ändrade förhållanden, förefaller det redan på denna grund svårt att med stöd av 36 § AvtL jämka emissionsvillkoren på grund av att instrumenten senare har blivit out of the money. Det kan förvisso anses föreligga en tydlig intressegemenskap mellan parterna, men det förefaller svårt att se på vilket sätt en prestation, i det fall det alls existerar någon, på grund av förändrade förhållanden kan anses ha blivit så extraordinärt betungande för ena parten, att offergränsen har passerats.¹⁵⁷ Offergränsen avgörs utifrån rättsekonomiska aspekter och utläses från 23 § köplagen. Om prestationen på grund av förändrade förhållanden anses blivit så extraordinärt betungande att "uppooffringarna inte är rimliga" anses offergränsen passerad. Bedömning är skälighetsinriktad och innebär en avvägning av den ena partens svårigheterna att fullgöra sitt åtagande mot den andre partens intresse av att avtalet består.¹⁵⁸ Bedömningen får avgöras i varje enskilt fall. Möjligen skulle mycket betungande räntebetalningar vid stora konvertibellån, vilka inte kan konverteras till följd av att aktiekursen är under konverteringskursen, kunna utgöra en sådan situation.

¹⁵⁶Se Grönfors, Avtal och omförhandling, s. 44 f jämte Grönfors & Dotevall, Avtalslagen en kommentar, s. 267

¹⁵⁷ Långvariga avtal där parterna har en tydlig intressegemenskap torde i detta avseende enligt den juridiska doktrinen påverka offergränsen på så sätt att det medför att en jämkning lättare kan vidtas. Se Grönfors & Dotevall, Avtalslagen en kommentar, 2010, s. 266 ff.

¹⁵⁸ Dotevall, Ekvivalensprincipen och jämkning av långvarigavtal, SvJT, s. 454.

Även på andra grunder än hittills anförda förefaller det tveksamt om en jämkning av emissionsvillkoren för konvertibler eller teckningsoptioner med stöd av generalklausulen kan aktualiseras till följd av att instrumenten har blivit out of the money. Slutsatsen grundar sig i den rättsliga grundsatsen att det som låg eller borde ha legat i den drabbade partens riskkalkyl - och därmed kunnat undvikas - inte anses skäligt, eftersom parten borde ha vidtagit åtgärder och gjort vederbörliga villkor i avtalet. I detta avseende torde det vara allmänt vedertaget att aktiemarknaden är en marknad som lämpar sig för spekulation och kan vara synnerligen volatil, där aktiekurser regelmässigt såväl kan stiga som sjunka i värde. Både teckningsoptioner och konvertibler utgör riskfyllda finansiella instrument vilka lämpar sig väl för spekulation och därmed stundom är upptagna till handel. Även om det i doktrinen framhålls att inte allt för stränga krav kan ställas på en parts förutseende, framstår det i ljuset av ovan anförda, närmast obilligt att argumentera för att sjunkande aktiekurser i det emitterande bolaget skulle vara svårt att förutse eller skulle innebära en osannolik händelse. En part som deltar i en emission av teckningsoptioner eller konvertibler, måste i en någorlunda seriös riskkalkyl, förutsättas räkna med möjligheten att aktiekursen kan komma att tappa i värde. Resonemanget kan jämföras med valutakursförändringar och andra prisfluktuationer på råvaror. Omständigheter en näringsidkare "måste" räkna med.¹⁵⁹

Vidare kan anföras att många avtal, kanske framförallt derivatinstrument likt konvertibler och teckningsoptioner, innebär ett medvetet risktagande eller visst mått av spekulation. Avtal av denna typ är vanliga och måste till viss utsträckning accepteras menar lagstiftaren.¹⁶⁰ Att det risktagande ett avtal är förenat med inte är jämbördigt, eller rättvist fördelat mellan parterna, innebär inte per automatik att avtalet i sig, eller avtalsvillkoret, därmed ska ses som oskäligt och av den anledningen ska jämkas. Att ändra eller förflytta den faktiskt avtalade riskfördelningen med stöd av 36 § AvtL står i strid med regelns bakomliggande rationalitet.¹⁶¹ Skäligheten i ett avtal eller avtalsvillkor förändras inte endast av det faktum att den händelse riskfördelningen avsett faktiskt också inträffar. Ramberg och Ramberg illustrerar resonemanget talande med hjälp av ett aktieköp:

*"För en person som köper aktier i ett börsnoterat företag är det naturligtvis en väsentlig förutsättning att aktiekursen inte sjunker efter köpet. Men ett köp innebär att risken för kursfall och den däremot svarande chansen till kursvinst överförs från säljare till köpare. Att då överflytta risken för kursfall på säljaren kan inte komma ifråga."*¹⁶²

Motsvarande synsätt ter sig naturligt att tillämpa även på andra finansiella instrument än aktier, med motsvarande chans till kursvinst och risk vid kursfall, så som konvertibler och

¹⁵⁹ Se Ramberg & Ramberg, Allmän avtalsrätt, 2014, s. 181.

¹⁶⁰ Jfr med Prop. 1975/76:87 s. 119.

¹⁶¹ Grönfors & Dotevall, Avtalslagen en kommentar, 2010, s. 281.

¹⁶² Ramberg & Ramberg, Allmän avtalsrätt, 2014, s. 181.

teckningsoptioner. Varför det risktagande konvertibler och teckningsoptioner innebär, i sig, inte torde ses som oskäligt endast av den anledning att aktiekursen i det underliggande bolaget sjunker.

Allt sammantaget kan det konstateras att det förefaller svårt att ensidigt ändra villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner till följd av att instrumenten blivit out of the money. Som ytterligare stöd för denna slutsats kan framhållas att Johansson är av uppfattningen att det inte kan antas finnas några allmänna rättsprinciper som medför omräkning för finansiella instrument då villkoren inte medger det.¹⁶³

¹⁶³ Se Johansson, Options- och terminsavtal, 1998, s. 45. Visserligen rör Johanssons uttalande s.k. standardiserade derivativa finansiella instrument men principiellt torde frågan vara densamma, och Johansson stödjer sin slutsats på Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN:1996:1 som avser konvertibler.

6. God sed på aktiemarknaden

Förevarande avsnitt ämnar att besvara framställningens tredje frågeställning; "vad utgör god sed på aktiemarknaden i samband med villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner?". Inledningsvis redogörs närmare för Aktiemarknadsnämndens roll på den svenska aktiemarknaden. Detta avsnitt bör läsas jämte avsnitt 1.3.1 för att bereda läsaren ytterligare förståelse för företeelsen självregleringen av aktiemarknaden, inför den fortsatta framställningen och analysen. Eftersom god sed utarbetas genom framförallt AmN:s uttalanden, i viss mån även genom riktlinjer och rekommendationer, uppställs en exposé över de uttalanden från Aktiemarknadsnämnden som bedöms vara särskilt relevanta i förhållande till avsnittets syfte. Exposéen tjänar till att kortfattat redogöra för AmN:s uttalanden. Den sammanfattande analysen grundar sig på denna exposé och redogör för motiven till AmN:s förhållningssätt, vilka omständigheter som kan anses så särskilda att de motiverar en villkorsändring, tillsammans med övriga aspekter från god sed på aktiemarknaden.

6.1 Aktiemarknadsnämnden en del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden

Aktiemarknaden utgör en ytterst komplex, snabbt föränderlig och mycket innovativ miljö, präglad av hård konkurrens där stora ekonomiska värden står på spel. Förhållandena medför att svåra och viktiga frågor ofta kräver snabba svar. Rättskiparen i en sådan miljö, måste för att inte framstå som obsolet, agera med stor skyndsamhet, flexibilitet och besitta betydande sakkunskaper. Det var mot denna bakgrund, tanken om fördelarna med någon form av självreglering av aktiemarknaden växte fram. Efter den s.k. LEO-affären under mitten av 1980-talet präglades den offentliga debatten av att allmänhet och politiker krävde en ökad reglering och uppsikt över beteendet på aktiemarknaden, vilket man menade led av bristande etik. I rädsla över att ett statligt organ skulle diktera uppförandet på aktiemarknaden, initierade näringslivet frågan om ett självreglerande och övervakande organ, vilket resulterade i Aktiemarknadsnämnden.¹⁶⁴ Aktiemarknadsnämnden innehar idag en central roll i en tämligen väl utvecklad självregleringskultur på den svenska aktiemarknaden.¹⁶⁵ Nämnden har till uppgift att genom uttalanden, rådgivning och informationsgivning verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. AmN kan genom sina uttalanden rikta kritik, men saknar möjlighet att utfärda någon form av formell sanktion rörande ändring av villkor för konvertibler eller teckningsoptioner (jfr avsnitt 1.3.1).

¹⁶⁴ Skog, Aktiemarknadsnämndens verksamhet - en tillbakablick, 2011, s.31 ff.

¹⁶⁵ För vidare läsning se Muck, Aktiemarknadsnämnden 25 år, 2011, s.20 f.

6.2 Överblick - Ändring av villkor för utgivna finansiella instrument

Någon åtskillnad mellan konvertibler och teckningsoptioner avseende frågan om ändringar av villkoren görs inte i förhållande till god sed på aktiemarknaden. Frågeställningen som aktualiseras är principiellt densamma för båda finansiella instrument. Aktiemarknadsnämndens uttalanden är därmed, oaktat vilket instrument uttalandet berör i det enskilda fallet, tillämplbara på såväl konvertibler som teckningsoptioner. Ett talande exempel av nu anförda är att nämnden behandlar de båda instrumenten gemensamt i det mycket allmänt hållna och principliknande uttalandet AMN 2015:26.

Aktiemarknadsnämnden har under årens lopp vid åtskilliga tillfällen berört och uttalat sig rörande vad god sed påbjuder vid ändring av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner.¹⁶⁶ Nämnden uttalade sig redan i slutet av 1980-talet första gången i frågan och fastslog då att en ändring av konverteringskursen för utgivna konvertibler inte kunde anses förenligt med god sed på aktiemarknaden.¹⁶⁷ Nämndens synsätt har sedan dess inte förändrats nämnvärt. Sammantaget innebär nämndens förhållningssätt att det finns många skäl att vara återhållsam när det gäller att tillåta ändringar av villkor för konvertibler respektive teckningsoptioner och att villkorsändringar som utgångspunkt därmed inte är förenliga med god sed på aktiemarknaden. AmN:s uppfattning är att ändringar av emissionsvillkoren för utgivna finansiella instrument kan vara acceptabla endast om det föreligger särskilda omständigheter. Det faktum att ett bolags ekonomiska situation inte medger kontant återbetalning av ett konvertibellån eller att ett bolags aktiekurs har sjunkit så mycket, att instrumentet är out of the money, har av nämnden uttryckligen pekats ut som situationer vilka *inte* konstituerar den typ av särskilda omständigheter som motiverar villkorsändringar utifrån god sed på aktiemarknaden.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Se guide över aktiemarknadens uttalanden på www.aktiemarknadsnamnden.se under punkt 3.3.2 - "Ändring av villkor i utestående konvertibel- och teckningsoptionslån".

¹⁶⁷ AMN 1988:06.

¹⁶⁸ AMN 2015:26.

6.3 Aktiemarknadsnämndens uttalanden

I merparten av Aktiemarknadsnämndens uttalanden har ändringar av villkoren för utgivna konvertibler samt teckningsoptioner ansetts oförenliga med god sed på den svenska aktiemarknaden. Vad som utgör god sed på aktiemarknaden avgörs emellertid ytterst av Aktiemarknadsnämnden i varje enskilt fall. Det går därför inte att med hundra procent säkerhet fastslå vad som utgör god sed i ett enskilt fall, innan nämnden har uttalat sig. Utifrån nämndens tidigare uttalanden kan emellertid ledning hämtas av vad som förmodas utgöra god sed. Frågan om en villkorsändring för konvertibler eller teckningsoptioner är förenlig med god sed på aktiemarknaden, är därmed beroende av hur situationen ser ut i det enskilda fallet, men Aktiemarknadsnämndens tidigare uttalanden tillmäts i praktiken stor vikt. Nedan kommer därför att redogöras för de uttalanden från Aktiemarknadsnämnden som i detta avseende är särskilt relevanta.

6.3.1 AMN 1988:06 – ”Orättvisa” konvertibelvillkor

Aktiemarknadsnämndens första uttalanden i fråga om villkorsändringar rörde ett börsbolag som vid olika tillfällen hade gett ut tre olika konvertibellån riktade till personalen i koncernens bolag. Villkoren för de olika konvertiblerna skiljde sig åt, bl.a. gällde olika förfallodagar samt olika konverteringskurser. Bolaget önskade ändra konverteringskursen för två av konvertibellånen i syfte att likställa dessa villkor med det tredje konvertibellånets villkor. Bolaget angav som motiv till ändringen att marknadskursen på dess aktie väsentligt understeg konverteringskursen för de två konvertibellånen, vilket medförde att skillnaden skapade oro hos de anställda samt att uppmärksamhet riktades mot ”orättvisan” i att vissa anställda hade högre teckningskurs än andra. AmN uttalade att en ändring av konverteringskursen skulle innebära en väsentlig ändring av ett betydelsefullt villkor vid konvertibelns utgivande. Nämnden ansåg att det förelåg speciella omständigheter i den meningen att konvertiblerna givits ut vid tre olika tidpunkter inom en mycket kort tidsrymd, vilket medförde att skillnaderna i fråga om konverteringskurserna framträdde särskilt tydligt. Men att den ”orättvisa” de skilda konverteringskurserna innebar, måste anses ha förelagt redan vid tidpunkten för konvertiblernas utgivande och därför inte kan motivera en ändring av villkoren. En ändring av konverteringskurserna för två, men inte de tredje konvertiblerna, skulle kunna uppfattas som att innehavarna behandlades olika. Nämndens slutsats var därför att ändringarna inte ansågs förenliga med god sed på aktiemarknaden.

6.3.2 AMN 1994:03 (Skandia – SCA) – Eventuell jämkning av teckningstid

Ett av de kanske allra mest medialt uppmärksammade uttalandena från Aktiemarknadsnämnden avsåg teckningsoptioner utgivna av det svenska skogsbolaget SCA.¹⁶⁹ Vid teckningstidens utgång var omkring 25% av teckningsoptionerna fortfarande outnyttjade. En tid efter utgången av teckningstiden inkom försäkringsbolaget Skandia med outnyttjade teckningsoptioner motsvarande ett dåvarande värde omkring 150 000 000 SEK. Skandia uppgav att sista teckningsdagen förbisetts på grund av en rad sammanfallande olyckliga omständigheter. Försäkringsbolaget menade att villkoren för optionsavtalen skulle jämkas med stöd av 36 § AvtL på så sätt att teckningstiden skulle förlängas. Frågan hemställdes till SCA:s bolagsstämman, att företa en jämkning av villkoren för teckningsoptionen, innebärande att aktieteckning skulle accepteras trots att teckningstiden löpt ut. Skandia anförde att förlusten om 150 000 000 SEK, som skulle uppstå om teckning i efterhand inte medgavs, inte stod i rimlig proportion till deras försummelsen. Aktiemarknadsnämnden fick frågan om ett beslut av bolagsstämman att företa en sådan jämkning, skulle vara förenligt med god sed. Trots att det inte faller på Aktiemarknadsnämndens att tolka svensk lag uttalade man följande:

”Möjligheten att jämkna avtal med stöd av 36 § avtalslagen är mycket svårbedömd. I detta fall synes emellertid uppenbart att inga sådana förhållanden föreligger som typiskt sett anses kunna föranleda jämkning. Inte heller i övrigt föreligger förhållanden som talar för att jämkning bör ske. Nämnden vill särskilt peka på att bestämmelsen om viss teckningstid är obligatorisk och därmed närmast är att jämställa med en i lag angiven frist.”¹⁷⁰

Aktiemarknadsnämnden gjorde bedömningen att det fanns risk för att ett beslut om jämkning på bolagsstämman skulle innebära en otillbörlig fördel till Skandia och därmed stå i strid mot den aktiebolagsrättsliga generalklausulen.¹⁷¹ Nämnden påpekade att frister av det slag som teckningstiden utgör, normalt brukar upprätthållas. Detta faktum utgör en garanti för likabehandling samt främjar en typ av ”ordning och reda” som är önskvärd på aktiemarknaden. Motsvarande synsätt omfattar många andra frister av liknande slag. Att utifrån god sed på aktiemarknaden tillåta en jämkning med stöd av 36 § AvtL skulle därför få mycket vittgående konsekvenser menade nämnden. Vidare konstaterades att den förlust Skandia gjort på grund av sitt förbiseende visserligen var mycket stor, men att det inte var givet att förlusten, sedd i relation till förmögenhet, var större för försäkringsbolaget än för andra teckningsoptionsinnehavare vilka också förbisett att tiden löpt ut. Storleken av Skandias förlust ansågs därför inte kunna åberopas som ett skäl i sig, för att vidta jämkning, eftersom det skulle innebära ett avsteg från principen om

¹⁶⁹ Se exempelvis Dagens industri från 6 september 1993, ”Skandia missade teckningstid” och Tidningarnas Telegrambyrå, 21 februari 1994, ”Skandias teckning av SCA-optioner strider mot god sed”.

¹⁷⁰ AMN 1994:03

¹⁷¹ Jfr med avsnitt 4.3.1 ”Villkorsändringar i strid med generalklausulen”

likabehandling. Avslutningsvis framhöll nämnden att Skandias förbiseende hade varit känt under avsevärd tid på aktiemarknaden och att om teckningsoptionerna tilläts utnyttjas i efterhand skulle detta kunna leda till ekonomiska förluster för vissa av SCA:s aktieägare. Sammanfattningsvis ansåg nämnden att det skulle strida mot god sed att genomföra åtgärder som syftade till att ge möjlighet att utnyttja teckningsoptionerna när teckningstiden löpt ut.

6.3.3 AMN 2002:7 - Finansiella svårigheter

Uttalandet rörde ett börsbolag i finansiella svårigheter, som hade emitterat konvertibler. Trots att konverteringskursen hade sänkts och konverteringstiden förlängts, hade omkring en tredjedel av innehavarna vid utgången av konverteringstiden inte utnyttjat konverteringsrätten.¹⁷² Bolaget drabbades en kort tid därefter av betalningssvårigheter och en företagsrekonstruktion inleddes. De tidigare konvertibelinnehavarnas fordringar skulle bortfalla om ett offentligt ackord kom till stånd som ett led i företagsrekonstruktionen. Bolaget ämnade genomföra en kvittningsemission av aktier riktad till konvertibelinnehavarna. AmN gjorde bedömningen att agerandet inte var förenligt med god sed eftersom en kvittningsemission av aktier - riktad till konvertibelinnehavarna - i praktiken skulle innebära en förlängd konverteringsmöjlighet, till bättre villkor för konvertibelinnehavarna. Det bakomliggande syftet med agerandet, menade AmN, var att de tidigare konvertibelinnehavarna skulle kompenseras i den förestående företagsrekonstruktionen.

6.3.4 AMN 2005:15 - Avsaknad av omräkningsvillkor

Uttalandet rörde villkoren för utestående teckningsoptioner, vilka saknade sedvanliga omräkningsvillkor. På grund av denna avsaknad riskerade teckningsoptionerna att bli värdelösa i samband med att bolaget planerade att genomföra en företrädesemission med en emissionskurs under nuvarande börskurs. Nämnden tillfrågades om agerandet kunde vara försvarbart, om innehavarna av teckningsoptioner inte samtidigt kompenserades genom en justering av villkoren.

Aktiemarknadsnämnden anförde att teckningsoptionerna hade emitterats med tydligt angivna villkor och information. Varav det framgick att b.l.a. *"en företrädesemission kan innebära att optionsrätternas eventuella värde går förlorat"*. Dessa villkor avvek visserligen från vad som enligt nämnden kunde anses utgöra den *"vanliga och rekommendabla utformningen på aktiemarknaden"*. Emellertid var bolaget vid tidpunkten för emissionen inte ett börsbolag, varför nämnden ansåg sig sakna mandat att rikta någon kritik mot villkorens utformning. AmN angav inte vad som i en likande situation skulle utgöra god sed på aktiemarknaden, om det emitterande bolaget vid emissionstillfället var ett börsbolag. Men med hänsyn till det restriktiva förhållningssätt AmN anlagt när det gäller villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner, förefaller det

¹⁷² Det framgår inte av uttalandet huruvida dessa villkorsändringar gjordes med Aktiemarknadsnämndens godkännande.

nära till hands att nämnden skulle vara av uppfattningen att omständigheterna inte var tillräckligt speciella för att motivera en ändring.

6.3.5 AMN 2010:08 – Minskad skuldsättning genom villkorsändringar

Ett börsbolag hade genom en företrädesemission emitterat konvertibler, noterade på bland annat Nasdaq Stockholm, med en löptid om fem år. Bolaget ämnade att fatta beslut om en villkorsändring för att öka antalet konverteringstillfällen. Som skäl för ändringen angav bolaget två huvudsakliga motiv: (i) att en minskad skuldsättning och därmed minskade finansieringskostnader är till fördel för såväl bolaget som dess aktieägare, (ii) att öka antalet konverteringstillfällen skulle öka likviditeten i handeln med konvertiblerna, vilket ansågs vara positivt ur ett allmänt marknadsperspektiv.

Aktiemarknadsnämnden ansåg att bolagets motiv till villkorsändringen utgjorde en "*allmän önskan*" att minska sina finansieringskostnader, vilket inte kunde anses utgöra sådana särskilda skäl som krävs för att ändringen skulle anses förenlig med god sed. Nämnden sade sig visserligen dela bolagets uppfattning att ändringen av konvertibelvillkoren skulle vara till fördel för de nuvarande konvertibelinnehavare och knappast vara till nackdel för bolagets aktieägare. Trots det ansåg nämnden att ändringen av konvertibelvillkoren innebar ett avsteg från den på värdepappersmarknaden allmänt accepterade ordningen att handeln ska kunna ske på förutsägbara villkor.

6.4 Aktiemarknadsnämndens uttalanden - Särskilda omständigheter

Med hänsyn till ovan anförda blir det av intresse att undersöka vad som enligt Aktiemarknadsnämndens synsätt kan utgöra särskilda omständigheter, och därmed innebära att villkorsändringar kan vara förenliga med god sed.

Trots nämndens restriktiva synsätt när det gäller ändringar av villkor för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner, kan det, finnas situationer där omständigheterna är sådana att (i) varken tidigare eller nuvarande innehavare av finansiella instrument kan ha något att invända mot ändringar av villkoren eller, (ii) där det inte heller med hänsyn till olika aktieägars intressen eller andra intressen som nämnden har att bevaka, finns anledning att motsätta sig en ändring av villkoren för utgivna finansiella instrument.¹⁷³

¹⁷³ Jfr AMN 2015:26, AMN 2010:8, AMN 2003:20 och AMN 1992:7.

6.4.1 AMN 1996:1 – Bonusutdelning till aktieägarna

En situation där nämnden var av uppfattningen att det förelåg särskilda omständigheter, återfinns i uttalandet AMN 1996:1. Ett välkänt svenskt investmentbolag avsåg att genomföra en betydande bonusutdelning till sina aktieägare. Bolaget hade ett utestående konvertibellån, vars villkor inte omfattade omräkning av konverteringskursen vid extra utdelningar till aktieägarna. Bolaget föreslog därför ändringar av konvertibelvillkoren i syfte att dels skydda konvertibelinnehavarnas rätt och bevara konvertiblernas värde vid den planerade exceptionella extra utdelningen, dels *”modernisera villkoren”* genom att ta in nya omräkningsvillkor, i syfte att *”undvika oskäligen omräkningsresultat vid oförutsedda omständigheter”*. AmN konstaterade att alla konvertibelinnehavare behandlades lika och att ändringen av villkoren ansågs överensstämma med aktieägarnas intresse. Nämnden ansåg att de villkorsändringar som syftade till att skydda konvertibelinnehavarnas rätt samt bevara konvertiblernas värde, var förenliga med god sed. De ändringar som innebar materiella förändringar i syfte att modernisera villkoren, ansågs däremot stå i strid med god sed på aktiemarknaden.

6.4.2 AMN 2006:46 och 2006:54 - Inlösenprogram av aktier och utdelning av dotterbolag

Ett motsvarande synsätt intog nämnden i de både likartade uttalanden AMN 2006:46 och AMN 2006:54. I det förra uttalandet ansåg sig det emitterande bolaget överkapitaliserat, varför de genom ett inlösenprogram ämnade överföra ett väsentligt belopp till sina aktieägare. Villkorsändringarna syftade till att skydda teckningsoptionsinnehavarnas intresse i samband med inlösenprogrammet. I det andra fallet syftade villkorsändringarna till att skydda konvertibelinnehavarnas rätt och konvertiblernas värde vid en så kallad *Lex Asea-utdelning* av ett dotterbolag till aktieägarna. AmN konstaterade att villkorsändringarna i de båda fallen var av engångskaraktär och att ändringarna innebar en rimlig avvägning mellan innehavarnas och aktieägarnas rätt. Ändringarna i de båda fallen ansågs till följd av detta förenliga med god sed på aktiemarknaden.

6.4.3 AMN 2003:20 - Rekonstruktionen av bolag i finansiell kris

Uttalandet AMN 2003:20 rörde ett börsbolag med en mycket ansträngd finansiell ställning. Bolaget avsåg genomföra dels ett utbyte av ett konvertibellån genom att återköpa de ursprungliga konvertiblerna och genomföra en emission av konvertibler riktad till de tidigare innehavarna, dels att ändra villkoren för ytterligare ett utestående konvertibellån. Bolaget anförde att de föreslagna åtgärderna syftade till att förbättra dess ekonomiska situation och därigenom undvika en förestående företagsrekonstruktion eller likvidation. Allt sammantaget menade nämnden att agerandet hade objektivt godtagbara skäl då det genomfördes som ett led i rekonstruktionen av

bolaget i samband med en finansiell kris, varför en ändring av konvertibelvillkoren ansågs vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.¹⁷⁴

6.4.4 AMN 1992:7 – Villkorsändringar till följd av oro hos koncernens anställda

I AMN 1992:7 avsåg frågan till nämnden tidigareläggning av konverteringsdag samt förkortning av löptiden för ett utestående konvertibellån, riktat till personalen i ett svenskt fastighetsbolag. Villkorsändringar syftade till att undanröja oro hos koncernens anställda, mot bakgrund av den under början 1990-talet turbulenta situationen på fastighetsmarknaden. Med hänsyn till att ändringarna ansågs förenliga med god sed förefaller det troligt att nämnden var av uppfattningen att det förelåg särskilda omständigheter, trots att det inte explicit går att utläsa av uttalandet.

6.4.5 AMN 2000:21 - Ersätta utestående finansiella instrument med nya

I det s.k. Trio-uttalandet, AMN 2000:21,¹⁷⁵ kom Aktiemarknadsnämnden fram till att det var förenligt med god sed på aktiemarknaden att ersätta flera utestående incitamentsprogram, innehållande bl.a. teckningsoptioner, med ett nytt incitamentsprogram. Anledningen var att kursutveckling på bolaget Trio:s börskurs medförde att teckningsoptionerna i det ursprungliga incitamentsprogrammet var out of the money. Uttalandet synes inte kunna tolkas på annat sätt, än att det är nämndens av uppfattningen att effekten av att införa ett nytt incitamentsprogram, i praktiken blir densamma som att villkoren för de äldre teckningsoptioner skulle ändras. AmN påpekade också i uttalandet att utgångspunkten är återhållsamhet till ändringar av villkor för finansiella instrument. Vidare upprepades att huvudskälet till denna ståndpunkt är att sådana ändringar kan leda till omfattande och svåröverblickbara konsekvenser för såväl aktieägare och deltagare i de aktuella programmen som för andra aktörer på marknaden. Trots det och utan att närmare motivera varför, kom nämnden fram till att dessa skäl inte kunde göra sig gällande vid en sådan åtgärd som Trio övervägde. Varför agerandet ansågs förenligt med god sed.¹⁷⁶

¹⁷⁴ Även om det inte explicit framgår av uttalandet, förefaller det troligt att nämnden ansåg att speciella omständigheter förelåg.

¹⁷⁵ Det ska noteras att Trio-uttalandet principiellt inte längre tjänar som vägledning sedan AmN genom principuttalandet AMN 2002:1 har ersatt tidigare uttalanden rörande incitamentsprogram. Jag väljer trots det att behandla uttalandet i framställningen då det är sannolikt att nämnden, i de fall en motsvarande fråga är uppe för prövning, skulle ha motsvarande synpunkter i förhållande till god sed. Synsättet delas av Rutberg & Edhall, Ändring av villkor i redan utgivna optionsprogram, SvSkt, s. 158.

¹⁷⁶ Se även AMN 2004:39 vari avslutandet av ett incitamentsprogram och förtida återbetalning av konvertibler vid en out of the money-situation ansågs förenligt med god sed.

6.5 Sammanfattande analys

6.5.1 Motiv till nämndens synsätt

För att bättre förstå nämndens tämligen strikta förhållningssätt i fråga om villkorsändringar för finansiella instrument, är det av intresse för den fortsatta framställningen att något närmare analysera vilka bakomliggande motiv som synes ligga till grund för nämndens uttalanden.

Med anledning av vad som har framkommit under exposén av Aktiemarknadsnämndens uttalanden, förefaller det som att nämndens ståndpunkt delvis kan förklaras utifrån sin syn på instrumenten konvertibler och teckningsoptioner. Synsättet bygger på att varje förvärv av en konvertibel eller teckningsoption är förenat med såväl risk som möjlighet till vinst. En innehavare av en konvertibel kan visserligen avstå från att utnyttja konverteringsrätten och istället kräva återbetalning av skuldebrevet till nominellt belopp, i de fall aktiekursen utvecklas oförmånligt, vilket gör risken relativt begränsad.¹⁷⁷ Medan en teckningsoption i motsvarande situation riskerar att bli värdelös för innehavaren. Oavsett risknivå är nämnden av uppfattningen att frågan om ett förvärv av ett finansiellt instrument slutligen leder till vinst eller förlust, är beroende av en mängd olika faktorer. Utformningen av de finansiella instrumentens villkor är i detta avseende en högst avgörande faktor.

En för Aktiemarknadsnämnden återkommande ståndpunkt, som i sammanhanget är ytterst central, är att det på värdepappersmarknaden utgör en allmänt accepterad ordning, att handel i finansiella instrument ska kunna ske på förutsägbara villkor. Konvertiblers och teckningsoptioners löptid, konvertering- respektive teckningskurs, utgör i detta avseende villkor av väsentlig betydelse vid en potentiell förvärvares beslut att köpa ett finansiellt instrument.¹⁷⁸ Att tillåta ändringar av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner skulle, enligt nämndens synsätt, därför innebära ett ingrepp i den gällande ordningen; att en förvärvare av ett finansiellt instrument *”har att - med utgångspunkt från de fastställda villkoren - väga kostnader, risker och möjligheter mot varandra”*.¹⁷⁹ Varje köp av ett finansiellt instrument *”ingås under de vid avtalstidpunkten rådande förutsättningarna, och olika finansiella instrument prissätts efter sina egna villkor”*¹⁸⁰ konstaterar nämnden. Ändringar av dessa villkor kan därför leda till omfattande och svåröverblickbara konsekvenser för såväl aktieägare i det emitterande bolaget, innehavare av instrumenten som för andra aktörer på marknaden.

I detta avseende bör det emellertid påpekas att nämndens synsätt inte ger uttryck för att alla ändringar av villkor så som konverterings- respektive teckningskurs är i strid med god sed på

¹⁷⁷ Jfr dock med tvingande konvertibler.

¹⁷⁸ AMN 2015:26.

¹⁷⁹ AMN 2005:15 jfr med AMN 1988:06.

¹⁸⁰ 1996:01 samt AMN2005:15.

aktiemarknaden. Förekomsten av tidigare beskrivna *omräkningsvillkor*, ifrågasätts inte från synpunkter av god sed på aktiemarknaden. Tvärtom ansåg nämnden i AMN 2005:15 att avsaknaden av sådana omräkningsvillkor avvek från vad som enligt nämnden ansågs utgöra den "*vanliga och rekommendabla utformningen på aktiemarknaden*". Ändringar eller omräkningar som sker till följd av omräkningsvillkor anses vara både förutsägbara och av objektiv natur eftersom de utgör del av de ursprungliga emissionsvillkoren.

Det är i ljuset av nu anförda, god sed på aktiemarknaden i fråga om ändringar av villkoren för konvertibler och teckningsoptioner kan sägas ge uttryck för ett synsätt som inbegriper en avvägning mellan, *dels* marknads intresse av att handeln av finansiella instrument ska kunna ske på förutsägbara villkor, *dels* emittenten och innehavarnas intresse av att under vissa omständigheter kunna justera villkoren för utgivna finansiella instrument. Sammantaget ger dock Aktiemarknadsnämndens uttalandena knappast utrymme för någon annan tolkning än att materiella förändringar av villkoren för konvertibler och teckningsoptioner, utan stöd i emissionsvillkoren, som utgångspunkt ska undvikas.

6.5.2 Närmare analys - Särskilda omständigheter

Ändringar av villkoren för konvertibler och teckningsoptioner är, som framgått av exposén av Aktiemarknadsnämndens uttalanden, acceptabla från synpunkter av god sed på aktiemarknaden endast om det föreligger s.k. *speciella* eller *särskilda omständigheter*.¹⁸¹

En sammanställning av Aktiemarknadsnämndens uttalanden visar att en omständighet, av sådan särskild karaktär att den från synpunkter av god sed motiverar ändring av villkoren för utgivna konvertibler eller teckningsoptioner, måste uppfylla två moment. För det första måste villkorsändringen innebära en fördel för såväl aktieägarna som för konvertibel- respektive teckningsoptionsinnehavarna. Detta torde emellertid i de flesta fall vara oproblematiskt (jfr dock avsnitt 6.5.4 om riktade emissioner). För det andra, måste det intresse som föranleder villkorsändringen, vara av sådan art att det enligt Aktiemarknadsnämndens mening, utifrån en samlad bedömning i det enskilda fallet, motiverar ett avsteg från grundsatsen att villkoren för finansiella instrument inte bör ändras. I detta avseende synes det vara av vikt att en föreslagen ändring är av engångskaraktär.¹⁸² En materiell ändring av villkoren får således endast ta sikte på det enskilda fallet och inte innebära generella ändringar som tar hänsyn till eventuella eller framtida händelser.¹⁸³ Sammantaget kan synsättet sägas vara en förlängning av den allmänt

¹⁸¹ Se bl.a. AMN 2015:26.

¹⁸² Begreppet *engångskaraktär* nämns första gången i AmN:s uttalanden i AMN 1996:1 men då av frågeställaren. Av nämnden tas begreppet upp första gången i uttalandet AMN 2006:46.

¹⁸³ Jfr med bl.a. AMN 1996:1.

accepterade ordningen, att handeln med aktier och finansiella instrument ska ske på förutsägbara villkor.

För att genomföra en villkorsändring för konvertibler eller teckningsoptioner krävs, mot bakgrund av nu anförda, att det emitterande bolaget argumenterar i linje med dessa två steg för att det föreligger särskilda omständigheter.¹⁸⁴ I de fall utgivna konvertibler eller teckningsoptioner är out of the money skulle en möjlig argumentation exempelvis bygga på att incitamentsprogram som inte kan utnyttjas inte längre bidrar till att skapa konkurrenskraftiga anställningsvillkor, eller att bolagets finansieringsmöjligheter försvåras i de fall instrumenten inte kan utnyttjas. En ändring av emissionsvillkoren skulle därför gynna såväl innehavarna som aktieägarna i och med att det skulle vara billigare för bolaget att ändra villkoren än att höja de anställdas löner. Alternativt att en konvertering eller aktieteckning skulle hjälpa det emitterande bolaget ur en ekonomisk kris. Det förefaller vara efter nu nämnda mönster en rättslig argumentation bör föras för att vara framgångsrik hos Aktiemarknadsnämnden. Därmed inte sagt att en ändringen per automatik skulle anses förenlig med god sed på aktiemarknaden. Med beaktande av exposén över AmN:s uttalanden har det visat sig svårt att övertyga nämnden om att villkorsändringar ska vara acceptabla. Men, som exempel på sådana omständigheter som av nämnden har ansetts utgöra särskilda omständigheter kan nämnas åtgärder för skydd av innehavarnas rätt vid en planerad exceptionell utdelning till aktieägarna respektive vid genomförandet av program för inlösen av aktier.¹⁸⁵ Mot bakgrund av vad nämnden uttalade i AMN 2003:20 förefaller det som att även ekonomiska svårigheter i det emitterande bolaget stundom kan utgöra en sådan särskild omständighet.

Med anledning av vad som nu har framkommit uppkommer fråga om Aktiemarknadsnämnden förhållningssätt rörande villkorsändringar för utgivna finansiella instrument är allt för restriktivt. Aktiemarknadsnämnden synes grunda sin ståndpunkt på att det utgör en allmänt accepterad ordning att handel på värdepappersmarknaden ska ske på förutsägbara villkor. AmN gör emellertid i detta avseende ingen skillnad mellan noterade eller icke-noterade finansiella instrument. Trots att det typiskt sett inte sker någon handel med finansiella instrument som är onoterade eller del av ett incitamentsprogram. Det är rimligt att anta att ett mindre strikt förhållningssätt, för dessa typer av finansiella instrument skulle innebära en ökad flexibilitet och möta, det av nämnden upplevda, ökade intresse från marknadens aktörer att kunna ändra villkoren för utgivna finansiella instrument. Mot ett sådant förhållningssätt måste emellertid betänkas att ett beslut att ändra villkoren, särskilt villkor som löptid eller tecknings- alternativt konverteringskurs, inte bara påverkar innehavarna av det finansiella instrumentet utan indirekt även bolagets aktieägare och eventuellt även andra aktörer på aktiemarknaden. Effekten av tillåta villkorsändringar för

¹⁸⁴ Telefonintervju med advokat Peter Bäärnhielm den 29 februari 2016.

¹⁸⁵ Se AMN 2015:26 jämte avsnitt 6.4.

konvertibler eller teckningsoptioner, oavsett om det sker någon handel i dessa eller inte, riskera därför att skapa osäkerhet. Principen om att handeln på värdepappersmarknaden ska ske på förutsägbara villkor avser i detta fall även handeln av de underliggande aktierna i det emitterande bolaget. I ljuset av nu sagda framstår Aktiemarknadsnämndens strikta förhållningssätt som fullt försvarbar och i linje med sitt grundläggande synsätt på konvertibler och teckningsoptioner (jfr avsnitt 6.5.1).

6.5.3 Beslutsform i förhållande till god sed

En genomgång av Aktiemarknadsnämndens uttalanden, vari villkorsändringar för finansiella instrument har ansetts vara förenliga med god sed på aktiemarknaden, ger vid handen att bolagsstämman i samtliga fall har varit beslutsfattande organ.¹⁸⁶ I AMN 2006:54 framhöll nämnden att det från synpunkter av god sed föredrogs att beslut om ändring av villkoren för teckningsoptioner fattas av bolagsstämman. Motsvarande ståndpunkt kommer till uttryck i uttalandet AMN 2004:39, vari hemställan till nämnden visserligen rörde förtida återbetalning av konvertibler som var en del av ett incitamentsprogram. Men där nämnden anförde: *"eftersom en ändring av konvertibelvillkor till konvertibelinnehavarens förmån typiskt sett medför en försämring för aktieägarna anser nämnden emellertid att frågan om förtida återbetalning bör föreläggas bolagsstämman."*¹⁸⁷ Det förefaller troligt att motsvarande synsätt kan appliceras även på frågan om villkorsändringar avseende konvertibler och teckningsoptioner, eftersom även en ändring till innehavarnas förmån potentiellt riskerar att medföra motsvarande nackdel för aktieägarna.¹⁸⁸

I AMN 2010:08 uttalade nämnden förvisso, att *"det har för den bedömningen [förenligheten med god sed] inte någon betydelse om frågan [om en ändring av konvertibelvillkor] har underställts bolagsstämman för beslut."* Uttalandet bör emellertid endast tolkas som att den omständighet att stämman fattar ett beslut om att ändra villkoren, inte läker ett agerande som i övrigt står i strid med god sed på aktiemarknaden. Uttalandet bör alltså inte tolkas som att det i förhållande till god sed är utan betydelse om stämman fattar beslut om villkorsändringar för konvertibler eller teckningsoptioner.¹⁸⁹

Sammantaget finns det utifrån vad utredningen påvisat inget som tyder på att god sed på aktiemarknaden kräver något annat än att ett beslut att ändra villkoren för utestående konvertibler eller teckningsoptioner ska fattas av bolagsstämman.

¹⁸⁶ Se uttalandena AMN 1992:7, AMN 1996:1 AMN 2000:21 AMN 2003:20 AMN 2004:39 , AMN 2006:54 och AMN 2006:46

¹⁸⁷ AMN 2004:39

¹⁸⁸ Se bl.a. AMN 1996:1.

¹⁸⁹ Slutsatsen förefaller ligga i linje med med nämndens egen kommentar av ärendet. Se Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2010 s. 5.

6.5.4 Ändring av villkor för finansiella instrument utgivna i riktade emissioner

Det ska inledningsvis framhållas att det inte faller inom framställningens omfattning att närmare redogöra för vad god sed påbjuder i fråga om riktade emissioner.¹⁹⁰ Likväl förefaller det som att motsvarande synpunkter i fråga om god sed i vissa avseenden behöver beaktas även vid ändringar av villkoren för dylika konvertibler eller teckningsoptioner. Vad gäller synpunkter från god sed på aktiemarknaden i fråga om villkorsändringar för konvertibler eller teckningsoptioner ursprungligen utgivna i riktade emissioner, kan därför följande anmärkas.

I AMN 1996:01, rörande villkorsändringar för utgivna konvertibler, uttalade Aktiemarknadsnämnden att ett beslut att avvika från aktieägarnas företrädesrätt vid en emission av konvertibler är endast giltigt enligt ABL om beslutet har fattats med viss kvalificerad majoritet. Nämnden menade dock att även om det kan hävdas att nämnda bestämmelse *"inte är direkt tillämplig när det som nu är fråga om ändring av villkoren för redan utgivna konvertibler, gäller enligt Aktiemarknadsnämndens mening att god sed på aktiemarknaden förutsätter att [...] beslut om ändring av omräkningsvillkor fattas med sådan kvalificerad majoritet."*¹⁹¹ Uttalandet förefaller ge uttryck för att det inte ska vara möjligt att kringgå de strikta majoritetskrav som uppställs i ABL:s minoritetsskyddande regler genom att emittera konvertibler eller teckningsoptioner i riktade emissioner, för att därefter med hjälp av lindrigare majoritetskrav kunna ändra emissionsvillkoren. Vidare konstaterade nämnden, i principuttalandet avseende riktade emissioner AMN 2002:2, att i syfte att minska risken för att bolagsstämman i samband med en riktad emission agerar på ett sätt som strider mot, eller av allmänheten kan uppfattas strida mot, kravet på likabehandling av aktieägarna bör de aktieägare som omfattas av en riktad emission *inte* delta i stämmans emissionsbeslut.¹⁹² Det ter sig naturligt att motsvarande förhållningssätt appliceras även i fråga om beslut rörande ändringar av finansiella instrument utgivna i riktade emissioner, eftersom samma bakomliggande rationalitet aktualiseras.¹⁹³ De aktieägare som har förvärvat konvertibler eller teckningsoptioner genom en riktad emission bör därför, i förhållande till god sed, sannolikt inte delta i stämmans beslut om att genomföra villkorsändringar.

I fråga om materiella ändringar av villkoren för konvertibler och teckningsoptioner, ursprungligen utgivna i en riktad emissioner, sker bedömningen utifrån god sed på aktiemarknaden efter samma mönster som redogjorts för i avsnitt 6.5.2. Med beaktande av att en villkorsändring initialt måste innebära en fördel för såväl aktieägarna som för konvertibel- respektive

¹⁹⁰ I fråga om god sed vid riktade emissioner se Kollegiet för svensk bolagsstyrnings *Rekommendation om riktade emissioner*, samt Westermarck & Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s. 230 ff.

¹⁹¹ AMN 1996:01

¹⁹² AMN 2003:20 ger uttryck för att motsvarande synsätt rörande riktade nyemissioner av kan tillämpas även vid riktade emissioner av konvertibler eller teckningsoptioner.

¹⁹³ Jfr med AMN 2002:2, AMN 2003:20 och AMN 2003:33 avseende riktade emissioner.

teckningsoptionsinnehavarna förefaller det emellertid som att villkorsändringar i dessa fall har svårare att vara förenliga med god sed på aktiemarknaden.

7. Prisjusteringsmekanism vid out of the money

Detta avsnitt syftar till att besvara uppsatsens fjärde frågeställning; "är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att genom en prisjusteringsmekanism i emissionsvillkoren avtala om en rätt att ändra konverterings- alternativt teckningskurs i de fall ett finansiellt instrument blir "out of the money?"".

7.1 Inledande kommentar

En intressant iakttagelse efter att ha studerat Aktiemarknadsnämndens uttalanden är att det vid framtida emissioner av konvertibler eller teckningsoptioner förefaller vara möjligt att avtala bort problematiken med out of the money-situationer. Detta genom att uppställa en prisjusteringsklausul i emissionsvillkoren som, givet samtycke från innehavarna, möjliggör justering av konverterings- alternativt teckningskursen i händelse att instrumentet i fråga blir out of the money. En nu åsyftad prisjusteringsmekanism skulle exempelvis kunna utformas på så sätt att i de fall en konvertibels konverteringskurs alternativt en teckningsoptions teckningskurs överstiger det emitterande bolagets genomsnittliga börskurs under fler än [x] antal dagar i rad, äger det emitterande bolaget rätt att omräkna instrumentets konverterings- respektive teckningskurs utifrån en fastställd formel.¹⁹⁴

7.2 Analys

7.2.1 Förenlig med god sed på aktiemarknaden ?

Utifrån Aktiemarknadsnämndens samlade uttalanden förefaller det finnas tolkningsutrymme för att en nu åsyftad prisjusteringsklausul skulle vara förenligt med god sed på aktiemarknaden (jfr avsnitt 6.5.1). Konklusionen grundar sig på att en sådan klausul inte skulle medge generella villkorsändringar utan endast under förutsättning att i förväg objektivt uppställda förutsättningar är för handen.¹⁹⁵ En nu tänkt prisjusteringsmekanism skulle kunna liknas vid den justering av ett finansiellt instruments konverterings- alternativt teckningskurs som genomförs med stöd av omräkningsvillkor, vilka anses förenliga med god sed på aktiemarknaden. En prisjusteringsklausul med denna innebörd skulle därför kunna anses vara både objektiv och förutsägbar, menar jag.

¹⁹⁴ Det bör påpekas att detta endast tjänar som teoretiskt förslag. Hur ett åsyftat villkor mer konkret borde eller skulle kunna utformas är jag inte rätt person att svara på.

¹⁹⁵ Jfr med nämndens uttalanden i AMN 2009:13 där det från synpunkter av god sed på aktiemarknaden krävdes att ett villkor om återkallelse av emission var så utformat att det objektivt kan fastställas om villkoret hade uppfyllts eller ej.

Marknaden har i dessa fall haft möjlighet att överblicka samt analysera emissionsvillkoren, samt utifrån dessa bedöma instrumentets risker kontra möjligheter i förhållande till pris och lägga till grund för sitt investeringsbeslut. Den grundläggande principen att handeln på värdepappersmarknaden ska ske på förutsägbara villkor förefaller således inte ha överträtts.

7.2.2 Fördelar med prisjusteringsklausul

Tillämpandet av en ovan beskriven prisjusteringsklausul skulle troligen innebära en ökad flexibilitet vid användandet av konvertibler och teckningsoptioner, eftersom instrumenten skulle bli potentiellt möjliga att utnyttja även vid nedåtgående börskurser. Något som skulle gynna såväl det emitterande bolaget som konvertibel- och teckningsoptionsinnehavarna. Framförallt för konvertibler och teckningsoptioner emitterade som led i ett finansieringsbehov eller incitamentsprogram, skulle en nu åsyftad mekanism innebära att oönskade inlåsnings effekter vid out of the money skulle kunna undvikas. Även transaktionskostnaderna för att genomföra emissioner av nya finansiella instrument, på grund av att de ursprungliga inte kan utnyttjas, skulle troligen minska om ändringar med hjälp av en prisjusteringsklausul kunde vidtas istället.

7.2.3 Nackdelar med prisjusteringsklausul

Mot att införa en prisjusteringsmekanism kan emellertid anföras att det står i strid med själva grundidén av vad som konstituerar ett derivatinstrument, att möjliggöra för ändringar av instrumentets villkor (jfr med avsnitt 2.9 "Värdet av en teckningsoption eller konvertibel"). Det innebär även att tidigare värderingar av det finansiella instrumentet i fråga skulle omkullkastats helt, eftersom en ändring av villkoren skulle innebära att konvertibels alternativt teckningsoptionens real- respektive tidsvärdet ändrades.¹⁹⁶ Detta riskerar i sin tur att omöjliggöra för marknaden att göra rimliga riskvärderingar av konvertibler och teckningsoptioner. Det är rimligt att anta att effekten av nu sagda skulle leda till en ökad osäkerhet kring det verkliga värdet av sådana konvertibler respektive teckningsoptioner. Det som föreföll vara en god affär utifrån dagens förutsättningar och villkor kan imorgon visa sig vara en felaktig affär, eftersom villkoren i ett slag har ändrats. Det skulle således riskera att leda till såväl osäkerhet som oförutsebarhet på marknaden. Något som skulle påverka, möjligen rent av omöjliggöra, de redan komplicerade förutsättningarna för att värdera konvertibler och teckningsoptioner korrekt.¹⁹⁷

¹⁹⁶ Telefonintervju Peter Bäärnhielm den 29 februari 2016. Jfr med avsnitt 2.9.1 om real- och tidsvärdets inverkan på priset av ett derivatinstrument.

¹⁹⁷ Telefonintervju Carl-Johan Pousette den 16 februari 2016.

7.2.4 Sammanvägning

Såväl Peter Bäärnhielm som Carl-Johan Pousette gav uttryck för åsikten att det rent teoretiskt förefaller vara möjligt uppställa villkor, som medger omräkning vid out of the money, i framtida emissioner av konvertibler eller teckningsoptioner.¹⁹⁸ Denna typ av villkor skulle eventuellt även kunna anses vara förenliga med god sed på aktiemarknaden. Båda är emellertid av uppfattningen, att mot bakgrund av ovan anförda, skulle det vara ytterst svårt att övertyga marknadens aktörer att köpa och handla med konvertibler eller teckningsoptioner bärandes villkor av detta slag. Den flexibilitet en prisjusteringsklausul kan medföra skulle visserligen innebära en fördel i vissa situationer för såväl det emitterande bolaget som för konvertibel- respektive teckningsoptionsinnehavarna. Men, den oförutsebarheten och osäkerheten kring värdet av instrumentet väger i detta avseende tyngre än flexibilitetens fördelar. En prisjusteringsmekanism av detta slag utgör, i ljuset av nu sagda, därför troligen ett allt för stor avsteg från vad grundtanken med vad derivatinstrument är.

¹⁹⁸ Telefonintervju Peter Bäärnhielm den 29 februari och med Carl-Johan Pousette den 16 februari 2016.

8. Sammanfattande slutsatser

Förevarande avsnitt sammanfattar uppsatsens frågeställningarna samt den problematiken som aktualiseras i samband villkorsändringar till följd av att konvertibler och teckningsoptioner blir out of the money samt presenterar framställningens slutsatser. Avslutningsvis redogörs för mina egna reflektioner kring ämnet.

8.1 Sammanfattning

Sammantaget kan, mot bakgrund av vad utredningen påvisat, konstateras att ett derivatinstrument, likt en konvertibel eller teckningsoption, bygger till sin konstruktion på en spekulation om värdestegring av de underliggande aktiernas börskurs. Att ändra villkoren för denna typ av finansiella instrument, på grund av att villkoren inte längre medger konvertering eller aktieteckning, står inte bara i strid med den grundläggande konstruktionen för ett derivatinstrument. Det förefaller även stå i motsats till aktie- och kapitalmarknadens behov av att handel med finansiella instrument ska ske på förutsebara premisser. Ändringar av villkoren, riskerar att innebära omfattande och svåröverblickbara konsekvenser för såväl aktieägare i det emitterande bolaget, innehavare av instrumenten som för andra aktörer på marknaden, eftersom värdet av en konvertibel respektive teckningsoption står i direkt relation till vad som anges i instrumentets villkor. I de fall villkoren tillåts ändras eller justeras medför det att förutsättningarna och instrumentens värde i ett slag riskerar att förändras, vilket i princip innebär att det är omöjligt att uppskatta värdet av en konvertibel eller teckningsoption. Resonemanget kan sammanfattas genom den grundläggande principen att handeln på värdepappersmarknaden ska ske på förutsägbara villkor.

I kontrast till nu anförda står det emitterande bolagets samt konvertibel- respektive teckningsoptionsinnehavarnas intresse av att emitterade finansiella instrumenten ska vara attraktiva nog för att konvertera eller teckna aktier. I de fall konvertibler eller teckningsoptioner befinner sig out of the money framstår det således stundom som en både önskvärd och praktisk lösning att ändra villkoren, så att instrumenten åter kan utnyttjas. Det är alltså fråga om två motstående intressen, som svårligen går att förena på ett tillfredställande sätt.

8.2 Slutsatser

Även om rättsläget förefaller vara något oklart, synes det som att såväl styrelsen som bolagsstämman ett i börsbolag principiellt besitter kompetens fatta beslut om att genomföra ändringar av villkoren för konvertibler eller teckningsoptioner. Praktiska aspekter, samt troligen även god sed på aktiemarknaden, talar emellertid för att stämman bör fatta ett sådant beslut, alternativt styrelsen efter bolagsstämmans bemyndigande. Från aktiebolagsrättsligt hänseende får en ändring av villkoren för ett finansiellt instrument inte stå i strid med det i bolagsordningen angivna aktiekapitalet eller innebära att aktier riskerar att tecknas till underkurs. Vidare måste den aktiebolagsrättsliga generalklausulen tas i beaktande vid genomförandet ändringar av villkor för konvertibler och teckningsoptioner. Ändringar av exempelvis tecknings- och konverteringskurs eller löptid, särskilt för finansiella instrument utgivna i riktade emissioner, riskerar att befinna sig i en aktiebolagsrättslig gråzon och kan därmed innebära ett åsidosättande av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen och stå i strid med generalklausulen.

Från ett obligationsrättsligt perspektiv kan konstateras att det strider mot avtalsrättsliga principer att ensidigt vidta en villkorsändring för konvertibler eller teckningsoptioner, i de fall ändringarna är till nackdel för innehavarna. Förutsatt att samtycke ges, eller att ändringarna är till fördel för innehavarna föreligger det inga principiella hinder i detta avseende för ett börsbolag att genomföra villkorsändringar för konvertibler eller teckningsoptioner. Finansiella instrument innebär ett visst mått av spekulation och risktagande. Att ensidigt ändra villkoren för konvertibler och teckningsoptioner, med stöd av avtalslagens 36 § AvtL, till följd av att instrumenten befinner sig out of the money, förefaller därför vara ytterst svårt.

Det som i praktiken hindrar ett börsbolag från att ändra villkoren för utgivna konvertibler respektive teckningsoptioner är att en sådan åtgärd typiskt sett står i strid med god sed på aktiemarknaden. Endast under särskilda omständigheter anses en villkorsändring för ovan nämnda instrument vara förenlig med god sed på aktiemarknaden. Det ska i detta avseende påtalas att det visserligen inte finns någon lagfäst skyldighet att följa god sed på aktiemarknaden, men att ett agera i strid med god sed innebär ett brott mot det emitterande bolagets noteringsavtal, med risk för sanktioner som följd. Att genomföra villkorsändringar i strid med god sed leder förmodligen även till dålig PR och risken att visas en "cold shouler" från marknaden övriga aktörer. Med tanke på vad framställningen visat på, kan det kan visserligen diskuteras hur väl dessa informella sanktioner fungerar i realiteten i fråga om villkorsändringar för konvertibler och teckningsoptioner.

Avseende tillämpandet av prisjusteringsmekanismer i framtida emissionsvillkor förefaller det med hänsyn till god sed på aktiemarknaden eventuellt vara möjligt. Mycket talar emellertid för att det skulle vara svårt att övertyga marknads aktörer att köpa konvertibler eller teckningsoptioner bärandes dessa villkor. Prisjusteringsklausuler skulle innebära allt för stora svårigheter med att

värdera och bedöma riskerna för instrumentet med denna typen av villkor. Ändringar av denna typ av finansiella instrument är därmed helt enkelt inte önskvärda från ett marknadsperspektiv, även om dessa från ett legalt perspektiv förefaller vara möjliga.

8.3 Avslutande kommentar

Mot bakgrund av vad som framkommit i förevarande uppsats kan avslutningsvis konstateras att den ursprungliga frågeställning, *vilka möjligheterna är att ändra villkoren för utgivna konvertibler och teckningsoptioner till följd av att instrumenten är out of the money*, så här i efterhand kan framstå som närmast felformulerad. Det förefaller som att den naturliga utgångspunkten snarare borde vara den diametralt omvända; finns det överhuvudtaget möjlighet att ändra villkoren för utgivna finansiella instrument. Den ursprungliga frågeställning avspeglar emellertid tämligen väl det synsätt som många av marknadens aktörer har, vilket förmodligen är en starkt bidragande orsak till att god sed på aktiemarknaden i detta avseende ofta överträds.

Att villkoren för konvertibler och teckningsoptioner, i form av exempelvis löptid och konverterings- eller teckningskurs, bör ses som "definitiva" är en aspekt emitterande bolag borde ta i större beaktande innan man ger ut denna typ av finansiella instrument. I linje med nu sagda synes det också i många fall finnas goda skäl för börsbolag, i färd att ge ut konvertibler eller teckningsoptioner, att noga överväga andra former av finansieringslösningar eller incitamentsprogram vilka är mindre känsliga för sjunkande aktiekurser eller mer lämpade för framtida justeringar.

9. Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

Kungl. Maj:ts proposition Nr 1973:93 Förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Regeringens proposition 1975:103 Förslag till ny aktiebolagslag m.m.

Regeringens proposition 1975/76:81 med förslag om ändringar i lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område m.m.

Regeringens proposition 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

Departementsutredningar

Departementsserie, Ds 2012:37 Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag

Litteratur

Adlercreutz, Axel och Gorton, Lars, *Avtalsrätt I*, 13. uppl. Juristförlaget, Lund 2011

Adlercreutz, Axel och Gorton, Lars, *Avtalsrätt II*, 6. uppl. Juristförlaget, Lund 2010

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen. En kommentar. Del I*, Norstedts Juridik, Stockholm 2013

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen. En kommentar. Del II*, Norstedts Juridik, Stockholm 2013

Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 4.uppl. Norstedts Juridik, Stockholm 2012

Berk, Jonathan och DeMarzo, Peter, *Corporate finance*, 3.uppl. Pearson, cop. Harlow, England 2014

Bexhed, Jan-Mikael, *Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden - några synpunkter*, ingår i *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad - en vänbok till Johan Munck*, (red.) Lundius, Marianne, Boman, Ragnar och Rolf Skog, Corporate Governance Forum, Stockholm 2013. (cit: Bexhed, Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden)

Beyer, Claes. *Aktiemarknadsnämnden - en del av regleringen på aktiemarknaden*, ingår i *Aktiemarknadsnämnden 25 år : en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011. (cit: Beyer, Aktiemarknadsnämnden - en del av regleringen på aktiemarknaden)

Boman, Ragnar. *Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?*, ingår i *Aktiemarknadsnämnden 25 år : en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011. (cit: Boman, Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?)

Borg, Mikael, *Aktierelaterade incitamentsprogram - en civilrättslig studie*, Jure, Stockholm 2003.

Brealey, Richard A, Myers, Stewart C och Marcus, Alan J, *Fundamentals of corporate finance*, 5. uppl. McGraw-Hill/Irwin cop, Boston 2006

Dotevall, Rolf. *Aktiebolagsrätt - fördjupning och komparativ belysning*, Norstedts Juridik, Stockholm 2015

Dotevall, Rolf. *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 2. Uppl. Norstedts Juridik, Stockholm 2008

Grönfors, Kurt och Dotevall, Rolf, *Avtalslagen : en kommentar*, Norstedts juridik, Stockholm 2010

Grönfors, Kurt. *Avtal och omförhandling, Nerenius & Santérus, Stockholm 1995*

Hellner, Jan, Hager, Richard och Persson, Annina H, *Speciell avtalsrätt II : kontraktsrätt. Allmänna ämnen*, 5.uppl. Norstedts juridik, Stockholm 2011 (cit: Hellner m.fl.)

Hellner, Jan, *Aktiebolagsrätt och avtalsrätt*, ingår i *Festskrift till Gunnar Karnell*, 1999

Johansson, Svante, *Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag*, Upplaga 10, Norstedts Juridik, Stockholm 2011

Johansson, Svante. *Bolagsstämma*, Juristförlaget, Stockholm 1990

Johansson, Svante. *Options- och terminsavtal en rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument*, Norstedts juridik, Stockholm 1998. (cit: Johansson, Options- och terminsavtal)

Korling, Fredric & Zamboni, Mauro, *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2013

Kristiansson, Björn. *Incitamentsprogram*, ingår i *Börsrätt*, 3. uppl. (red.) Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten. Studentlitteratur, Lund 2012. (cit: Kristiansson, Börsrätt)

Mishkin, Frederic S och Eakins, Stanley G, *Financial markets and institutions*, Pearson Education cop, Harlow 2016

Munck, Johan. *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, ingår i *Aktiemarknadsnämnden 25 år : en antologi*, (red) Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011. (cit: Muck, Aktiemarknadsnämnden 25 år)

Nerep, Erik och Samuelsson, Per. *Aktiebolagslagen, en lagkommentar. Del 1*, Thomson Reuters Professional, Stockholm 2009

Nerep, Erik och Samuelsson, Per. *Aktiebolagslagen, en lagkommentar. Del 3*, Thomson Reuters Professional, Stockholm 2009

Nial, Håkan, Till frågan om kompetensfördelningen mellan stämma och styrelse i aktiebolag, ingår i *Festskrift till Knut Rodhe*, (red.) Kurt Grönfors, Norstedt juridik, Stockholm 1976. (cit: Nial, Till frågan om kompetensfördelningen mellan stämma och styrelse i aktiebolag)

Ramberg, Jan och Ramberg, Christina, *Allmän avtalsrätt*, 8. uppl. Norstedts juridik, Stockholm 2011

Ramberg, Jan och Ramberg, Christina, *Allmän avtalsrätt*, 9. uppl. Norstedts juridik, Stockholm 2014

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare -ämne, material, metod och argumentation*, 3. uppl. Norstedts juridik, Stockholm 2015

Sandström, Torsten. *Svensk aktiebolagsrätt*, 4. uppl. Norstedts Juridik, Stockholm 2012

Sigurd Hansson, *Aktier, optioner, obligationer : en introduktion*, 11.uppl. Studentlitteratur, Lund 2009

Sjöman, Erik, *Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten*, ingår i *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad - en vänbok till Johan Munck*, (red.) Lundius, Marianne, Boman, Ragnar och Skog,

Rolf. Corporate Governance Forum, Stockholm 2013. (cit: Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten)

Skog, Rolf. *Aktiemarknadsnämndens verksamhet - en tillbakablick*, ingår i *Aktiemarknadsnämnden 25 år : en antologi*, (red.) Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011. (cit: Skog, Aktiemarknadsnämndens verksamhet - en tillbakablick)

Skog, Rolf. *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 24. uppl. Norstedts Juridik, Stockholm 2014

Tjeder, Johan. *Optionshandboken*, Aktiespararna. Bromma, 2011.

Westermarck, Dennis och Lagercrantz, Monica. Om nyemission, Norstedts juridik. Stockholm, 2013

Åhman, Ola, Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt,ustus Uppsala, 1997 (cit: Åhman, Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten)

Akademiska artiklar

Båvestam, Urban och Lindblad, Anders, *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*, JT nr 1 2007–08 S. 224 ff.

Dotevall, Rolf. *Ekvivalensprincipen och jämkning av långvarigavtal*, SvJT 2002. S. 441- 457.

Rutberg, Anne och Edhall, Klaes, *Ändring av villkor i redan utgivna optionsprogram*, SvSkt, 2/2003. s. 154 ff.

Tidningsartiklar

Agerman, Per. *Realtid* (2015) Inte god sed, *Realtid.se* den första oktober 2015.

Edling, L. *Dagens industri*, (1993) Skandia missade teckningstid, *Dagens industri*, 6 september

Glover och Beardsworth. *Bloomberg* (2016) Contingent Convertibles – High-Yield Hand Grenades, *Bloomberg*, 10 februari.

The Economist (2014) Coco bonds - Mass Conversion, *The Economist*, 13 september.

TT Nyhetsbyrån. (1994) Skandias teckning av SCA-optioner strider mot god sed. *Tidningarnas Telegrambyrå*, 21 februari.

Elektroniska källor

Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse

http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/AMN_Verksamhetsberattelse_2015.pdf
(hämtad 2016-04-22) (cit: Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2015)

http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/VERKSAMHETSBERATTELSE_SV____ar_2013.pdf
(hämtad 2016-04-22) (cit: Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2013)

KPMG - Incitamentsprogram i svenska börsnoterade bolag

<http://www.kpmg.com/SE/sv/kunskap-utbildning/nyheter-publikationer/Publikationer-2015/Documents/Incitamentsprogram-2015.pdf> (hämtad 2016-04-22) (cit: KPMG - Incitamentsprogram i svenska börsnoterade bolag)

Bolagsverkets riktlinjer

Bolagsverkets riktlinjer ifråga om teckningsoptioner:

<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/aktiekapitalet2/optioner/villkor-1.4028> (hämtad 2016-04-22) (cit: Bolagsverkets riktlinjer teckningsoptioner)

Bolagsverkets riktlinjer ifråga om konvertibler:

<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/aktiekapitalet2/konvertibler/villkor-1.4129> (hämtad 2016-04-22) (cit: Bolagsverkets riktlinjer konvertibler)

Nordea och Swedbank Coco-konvertibler

Swedbank AB (publ) *U.S \$750,000,000 Fixed Rate Additional Tier 1 Convertible Notes*, utfärdad 17 februari 2015.

https://www.swedbank.com/idc/groups/public/@i/@sbg/@gs/@treasury/documents/article/cid_1653357.pdf. (hämtad 2016-04-22) (cit: Swedbank Coco-konvertibel.)

Nordea Bank AB (publ) *U.S \$ 25,000,000,000 Global Medium-Term Note Program*, utfärdad 25 mars 2015. http://www.nordea.com/Images/37-75095/2015-02-25_Nordea-Bank-AB-publ-USD-25-000-GMTN-Program-Documents-suppl-25-Feb-2015_EN.pdf (hämtad 2016-04-22) (cit: Nordea Coco-konvertibel.)

Databaser

Aktiebolagslag (2005:551) Lexino 2015-09-22 (hämtad 2016-04-22)

www.retriever-info.com

Nationalencyklopedin, option. <http://www.ne.se.ezproxy.ub.gu.se> (hämtad 2016-04-22)

Rättsfall

NJA 1985 s. 178

RÅ 2004 ref. 35

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1988:06

AMN 2003:20

AMN 1992:07

AMN 2004:39

AMN 1994:03

AMN 2005:15

AMN 1996:01

AMN 2006:46

AMN 2000:21

AMN 2006:54

AMN 2002:02

AMN 2010:08

AMN 2002:07

AMN 2015:26

10. Bilaga 1 – Pressmeddelanden m.m.

Följande bolag har genomfört och eller föreslagit att genomföra villkorsändringar av utgivna konvertibler eller teckningsoptioner under de tre senaste åren. Av utrymmesskäl bifogas nedan endast Bong AB:s pressmeddelande. Övriga pressmeddelanden hänvisas till enligt nedan:

Bayn Europé AB (publ)

<http://www.bayneurope.com/bayn-europe-ab-sanker-teckningskursen-och-andrar-teckningstiden-teckningsoptioner-av-serie-1/>

Bong AB (publ)

<http://news.cision.com/se/bong-ab/r/extra-bolagsstamman-i-bong-har-beslutat-om-villkorsandring-for-konvertibler-och-emissioner-av-aktier,c9901998>

Catella AB (publ)

https://www.catella.com/Documents/Catella%20Group/A_EGM/EGM%202013/Beslut%20ändring%20teckningsoptionsvillkor%20-%20Extra%20bolagsstamma%202013.pdf

C-rad AB

<http://www.c-rad.info/document/Kallelse-extra-bolagsstamma-2016.pdf>

Deflamo AB (publ)

<http://webfinanser.com/nyheter/2594445/andrade-villkor-for-teckningsoptioner-av-serie-to-2-b/>

Kopparberg mineral AB

http://www.copperstone.se/sv/press/Pressmeddelande_14.section/pages/meddelandesidacfc84ced66.html

Starbreeze AB (publ)

<http://media.starbreeze.com/2015/05/Styrelsens-forslag-till-beslut-om-ändring-i-optionsprogram-punkt-10.pdf>

Transferator AB

<https://www.aktietorget.se/NewsItem.aspx?ID=70694>



Extra bolagsstämman i Bong har beslutat om villkorsändring för konvertibler och emissioner av aktier och teckningsoptioner

Vid extra bolagsstämma i Bong AB (publ) ("Bong") den 25 januari 2016 beslutade stämman i enlighet med styrelsens förslag om ändring av villkoren för konvertibler av serie 2013/2018, minskning av bolagets aktiekapital med 59 530 650 kronor, kvittningsemission av högst 27 272 727 aktier, riktad nyemission av högst 19 999 975 aktier samt riktad nyemission av högst 40 000 000 teckningsoptioner.

Bong har tidigare offentliggjort den principöverenskommelse som träffats med bolagets två huvudbanker om återköp av huvudbankernas fordringar på Bong med syfte att avsevärt minska och ändra karaktären av Bongs skuldsättning ("**Transaktionen**"). Några grundförutsättningar för Transaktionen var genomförande av en obligationsemission och konvertering av samtliga konvertibler av serie 2013/2018. En förutsättning för att kunna slutföra obligationsemissionen och konverteringen av konvertiblerna var att den extra bolagsstämman fattade beslut i enlighet med styrelsens förslag om ändring av villkoren för konvertiblerna, minskning av aktiekapitalet, kvittningsemission, riktad nyemission av aktier samt riktad emission av teckningsoptioner. Bolagsstämman har nu fattat nedanstående beslut i enlighet med styrelsens förslag.

Ändring av villkor för konvertibler

Stämman beslöt i enlighet med styrelsens förslag om ändring av villkoren för konvertibler av serie 2013/2018 för att möjliggöra för Bong, liksom konvertibelinnehavarna, att när som helst konvertera samtliga konvertibler till aktier i Bong till ett konverteringspris om 2,75 kronor per aktie. Efter registrering av villkorsändringen hos Bolagsverket avser Bong att konvertera hela det utestående nominella beloppet, uppgående till 75 000 000 kronor, till 27 272 727 aktier i Bong.

Minskning av aktiekapitalet

Stämman beslöt i enlighet med styrelsens förslag att minska Bongs aktiekapital med 59 530 650 kronor, utan indragning av aktier, för avsättning till fritt eget kapital. Efter minskningen av aktiekapitalet kommer varje aktie i Bong att ha ett kvotvärde om 1,12 kronor. Bongs aktiekapital och eget kapital kommer att återställas genom genomförandet av kvittningsemissionen och konverteringen av konvertiblerna.

Kvittningsemission

Stämman beslöt i enlighet med styrelsens förslag att emittera högst 27 272 727 nya aktier till en teckningskurs om 1,50 kronor per aktie i en kvittningsemission riktad till Bongs huvudbanker.

Betalning ska ske genom kvittning av en del av bankernas fordran på Bong, totalt 40 909 090,50 kronor.

Riktad nyemission

Stämman beslöt i enlighet med styrelsens förslag att emittera högst 19 999 975 nya aktier till en teckningskurs om 1 krona per aktie. Rätt att teckna 10 000 000 aktier ska tillkomma Bongs huvudbanker i lika delar och rätt att teckna 9 999 975 aktier ska tillkomma ABG Sundal Collier AB för konvertibelinnehavarnas räkning. Teckning kan ske mellan den 28 januari 2016 och den 28 april 2016.

Emission av teckningsoptioner

Vidare beslöt stämman i enlighet med styrelsens förslag att emittera högst 40 000 000 teckningsoptioner i serie 2016/2019. Teckningsoptionerna ges ut vederlagsfritt och kommer att tecknas av ABG Sundal Collier AB för obligationstecknares räkning. Teckning av aktier med stöd av teckningsoptioner ska ske senast den 1 februari 2019 till ett pris om 1,15 kronor per aktie.

Efter genomförande och Bolagsverkets registrering av besluten om (i) ändring av konvertibelvillkor för konvertibler av serie 2013/2018 samt konvertering av samtliga utestående konvertibler till aktier i Bong, (ii) minskningen av aktiekapitalet, (iii) kvittningsemission och (iv) riktad emission av teckningsoptioner kan Bong slutföra samtliga steg i Transaktionen i enlighet med bolagets principöverenskommelse med huvudbankerna. Bong beräknar att Transaktionen ska kunna slutföras i slutet av januari eller början av februari.

Om Bong

Bong är ett ledande europeiskt specialförpacknings- och kuvertföretag som erbjuder lösningar för distribution och paketering av information, reklamerbjudanden och lätta varor. Viktiga tillväxtområden för koncernen är förpackningslösningar för detaljhandel och e-handel och kuvertmarknaden i Östeuropa. Koncernen omsätter ca 2,3 miljarder kronor och har ca 1 685 anställda i 16 länder. Bong har starka marknadspositioner på de flesta betydande marknader i Europa och koncernen ser intressanta möjligheter till fortsatt expansion och utveckling. Bong är ett publikt bolag och aktien är listad på Nasdaq Stockholm (Small Cap).

Bong AB (publ) offentliggör informationen i detta pressmeddelande i enlighet med lagen om värdepappersmarknaden. Informationen lämnades för offentliggörande den 25 januari 2016 kl. 18.30.

För ytterligare information kontakta Stéphane Hamelin, CEO i Bong AB, telefon (växel) 044-20 70 00

Denna information skickades av Cision <http://news.cision.com/se>
<http://news.cision.com/se/bong-ab/r/extra-bolagsstamman-i-bong-har-beslutat-om-villkorsandring-for-konvertibler-och-emissioner-av-aktier.c9901998>

Jag, Anders Eriksson, registrerades på kursen första gången HT15. Jag har omregistrerats en gång och inte deltagit i något tidigare examinationstillfälle.